

**FUCAPE PESQUISAS, ENSINO E PARTICIPAÇÕES LTDA FUCAPE
RJ**

JANAÍNA MUNIZ

**A RELAÇÃO ENTRE *STOCK OPTIONS* E DIVIDENDOS NAS
COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL**

**RIO DE JANEIRO
2018**

JANAÍNA MUNIZ

**A RELAÇÃO ENTRE *STOCK OPTIONS* E DIVIDENDOS NAS
COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL**

Dissertação a ser apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, linha de pesquisa Contabilidade Gerencial, da Fucape Pesquisa, Ensino e Participações LTDA - Fucape RJ, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante.

Orientador: Professor Dr. Fernando Caio Galdi

**RIO DE JANEIRO
2018**

JANAÍNA MUNIZ

**A RELAÇÃO ENTRE *STOCK OPTIONS* E DIVIDENDOS NAS
COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL**

Dissertação de Mestrado apresentado ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fucape Pesquisa, Ensino e Participações LTDA - Fucape RJ, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada em 16 de maio de 2018.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr.: FERNANDO CAIO GALDI

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças
(FUCAPE)

Prof. Dr.: FELIPE RAMOS FERREIRA

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças
(FUCAPE)

Prof. Dra.: GRAZIELA XAVIER FORTUNATO

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-RJ)

AGRADECIMENTOS

A Deus e a minha família, que foi maravilhosa e compreensiva neste período do mestrado, principalmente minhas filhas Nanibia e Alya que estiveram incansavelmente ao meu lado. Agradeço ainda ao meu filho Ian e minhas tias Eurides e Cecília, amo vocês de todo o meu coração.

A todos os meus amigos do mestrado, principalmente meu grande amigo e incentivador Edno de Paula, obrigada.

Ao meu orientador, professor Fernando e por todos os grandes mestres da Fucape que tivesse a oportunidade de conhecer.

Ao professor Fábio Moraes e Professor Francisco Bezerra, agradeço a paciência e todo o incentivo nas etapas em que mais precisei de apoio.

A todos amigos, familiares e aos que me apoiaram, compreenderam, escutaram e ajudaram, sinceramente, obrigada.

RESUMO

Este estudo buscou investigar se existe influência do plano de opção de compra de ações protegido de dividendos para a determinação de distribuição de dividendos nas companhias brasileiras de capital aberto. Para atingir tal objetivo foi utilizado um modelo de regressão múltipla e regressão Tobit, visto que a amostra apresentava um índice superior a 30% de empresas que não pagaram dividendos. A amostra contemplou empresas que pagaram ou não dividendos e que remuneraram ou não seus executivos através de planos de opções de compra de ações e é composta por 1990 observações em 356 empresas no período de 2010 a 2016. Os resultados apontaram evidências de que a existência de cláusula de proteção de dividendos é significativa, apresentando uma associação positiva com a distribuição de dividendos. Neste contexto, buscou-se esclarecer que empresas com plano de remuneração em opções de ações protegidos pela distribuição de dividendos enfrentam menores restrições para distribuição de dividendos.

Palavras-chave: Plano de opções de compra de ações. Dividendos. Remuneração de executivos. Conflitos de agência.

ABSTRACT

This study sought to investigate whether there is any influence of the dividend-protected stock option plan upon the determination of dividend distribution in Brazilian publicly traded companies. To achieve this aim, a multiple regression and Tobit regression model was used, since the sample had an index higher than 30% of companies which have not paid dividends. The sample included companies which have both paid and not paid dividends and which have paid their executives through stock option plans. It consists of 1990 observations in 356 companies in the period from 2010 to 2016. The results pointed to the evidence that the existence of a dividend protection clause is significant, presenting a positive association with the distribution of dividends. In this context, it can be concluded that companies with a compensation plan in stock options protected by the distribution of dividends face less restrictions on the distribution of dividends.

Key words: Stock options plan. Dividends. Executive compensation. Agency conflicts.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	7
2. REFERENCIAL TEÓRICO	12
2.1. GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	12
2.2. DIVIDENDOS.....	14
2.3. JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO	17
2.4. PLANO DE OPÇÕES DE COMPRA DE AÇÕES (<i>STOCK OPTIONS</i>).....	18
2.5. PLANO DE OPÇÕES DE COMPRA DE AÇÕES (<i>STOCK OPTIONS</i>) X DIVIDENDOS E JCP	22
2.6. HIPÓTESE	24
3. METODOLOGIA.....	25
3.1. FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA	25
3.2. DADOS CONTÁBEIS.....	26
3.3. VARIÁVEIS DEPENDENTE E INDEPENDENTES	27
3.4. REGRESSÃO MÚLTIPLA	33
3.5. REGRESSÃO TOBIT	33
3.6. MODELO ESTATÍSTICO DA REGRESSÃO.....	33
4. RESULTADOS	35
4.1. RESULTADO DA ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	35
4.2. RESULTADOS DA REGRESSÃO MÚLTIPLA.....	38
4.3. RESULTADOS DA REGRESSÃO TOBIT	42
4.4. ANÁLISE DOS PLANOS DE OPÇÕES DE COMPRA DE AÇÕES	48
5. CONCLUSÃO.....	52

Capítulo 1

1. INTRODUÇÃO

Conhecido nos Estados Unidos como *stock options*, na Inglaterra como *share options* e no Brasil como plano de opções de compra de ações, este tipo de compensação tem sido conceituado como um mecanismo de remuneração de altos executivos. Marcon e Godo (2004) o definem como um sistema de compra de ações por funcionários, atrelado a ganhos caso haja valorização das ações. O funcionário, em contrapartida, permanece na empresa por um tempo mínimo determinado. Ainda de acordo como os estudos dirigidos por Marcon e Godo (2004), as empresas que possuem *stock options* como forma de remunerar seus funcionários apresentam desempenho superior às das empresas no mesmo segmento.

Já o CPC 10 (R1) o define como um contrato que confere ao beneficiário o direito de ações da entidade por um preço fixo ou por um preço determinável em um período de tempo especificado pela empresa.

A remuneração de funcionários através da opção compra de ações da empresa está disposta na Lei nº 6.404/76 no artigo 168, parágrafo 3º onde prevê que a companhia outorgue a opção de compras de ações a seus administradores ou empregados e ainda a prestadores de serviços dentro do limite de capital autorizado e conforme o plano aprovado pela assembleia geral. Já o CPC 10 (R1) define as normas contábeis e divulgação de informações das empresas para os planos de opções de compra de ações a funcionários.

No Brasil, para remunerar os sócios ou acionistas as empresas utilizam-se dos dividendos ou ainda de Juros sobre Capital Próprio (JCP). A normatização dos

dividendos está disposta na Lei nº 6.404/76, estipulando percentual de 25% de dividendo mínimo obrigatório, cujos critérios estão relacionados no artigo 202 da referida lei. Já o JCP foi regulamentado através Lei nº 9.249/95.

Vancin e Procianoy (2014) em seu estudo sobre determinantes do pagamento de dividendo apontam que sua a distribuição varia de acordo com cada país e que o dividendo mínimo obrigatório imposto pela legislação brasileira é uma proteção ao acionista minoritário.

Autores têm tentado explicar se existe uma relação entre dividendos e plano de compra de ações, dentre eles Geiler e Renneboog (2014). Estes autores entendem que a razão principal para as empresas concederem o benefício do plano de compra de ações é para diminuir os problemas de agência, que trata da relação entre administradores e acionistas, dado que os primeiros não têm motivação para impulsionar suas companhias.

Os pesquisadores (GEILER E RENNEBOOG, 2014) comprovaram ainda que nas empresas em que parte da remuneração dos CEOs é composta por *stock options*, os dividendos distribuídos foram menores. Ainda evidenciaram que os administradores remunerados por *stock options* preferem recompra de ações combinada com dividendos ao invés de pagarem apenas dividendos.

A pesquisa de Boyd et al (2007) na Austrália, para determinar os fatores que influenciam o exercício antecipado dos planos de opções de ações, antes de seu prazo de maturidade, conclui que a distribuição de dividendos é fator primordial para que isto aconteça. Os autores analisaram o plano de opções de compra de ações não protegido de dividendos, pois este pode diminuir significativamente o preço de exercício do plano de *stock option*.

A relação entre *stock option* e dividendos, considerando a proteção de dividendos nos planos é um tipo de estudo ainda não realizado no Brasil. Ressaltando que, diferentemente de outros países, no Brasil temos normas específicas para dividendos, onde determina a distribuição aos acionistas de um mínimo obrigatório e o JCP também é, geralmente, entendido como uma forma de dividendos. Quanto ao *stock options*, ainda temos dificuldades quanto ao tema, principalmente no que tange à tributação, se a opção *stock options* deveria ou não ser considerada remuneração e em sendo, haveria a incidência de contribuições previdenciárias e imposto de renda, causando ainda, inseguranças jurídicas e tributárias por parte das empresas.

Dentro deste contexto, este trabalho busca responder, sob a ótica brasileira, a seguinte questão: **Existe influência do plano de opção de compra de ações protegido de dividendos para a determinação de distribuição de dividendos?**

Desta forma, o objetivo deste estudo é analisar se existe influência do plano de opção de compra de ações protegido de dividendos para a determinação de distribuição de dividendos. Principalmente, se considerarmos que no plano de opções de compra de ações protegidos de dividendos, o beneficiário não sofre os decréscimos no preço da ação, causados pelo anúncio ou pagamento de dividendos.

Consequentemente, para atingir o objetivo geral foi necessário analisar os seguintes objetivos específicos: (i) identificar os planos de remunerações a longo prazo utilizados pelas empresas; (ii) identificar as principais características os planos de opções; (iii) identificar que tipo de empresa utiliza o plano de opções de ações protegidos ou não de dividendos; (iv) relacionar as principais cláusulas nos planos de opções de compra de ações que estabelecem proteção quanto à distribuição de dividendos.

Este estudo é relevante visto que ainda não foi analisado no Brasil a relação entre dividendos e *stock options*, principalmente no que se refere a plano de opção protegido de dividendos, que é uma modalidade relativamente recente e até desconhecida por algumas empresas. E este pode impactar na remuneração dos acionistas, portanto, o mecanismo (*stock options*) que sempre teve o objetivo de alinhar a relação entre acionistas e administradores pode não estar cumprindo plenamente seu papel, visto que temos evidências de que os dividendos são menores quando o plano de opções de compra de ações não é protegido de dividendos (YERMACK, 1997; ZHANG, 2018).

Arnold e Gillenkirch (2002) declararam que o tema plano de opções de compra de ações é amplamente ignorado na teoria e na prática e que abstenção da proteção de dividendos pode ser prejudicial ao investimento, logo, outra questão que também fundamenta a importância deste estudo é o uso crescente do mecanismo de remuneração variável a funcionários através do plano de opções de compra de ações (*stock options*).

Outro ponto fundamental, é a análise dos planos de *stock options* protegidos de dividendos considerando as particularidades brasileiras, como dividendo mínimo obrigatório, não tributação dos dividendos e a possibilidade de remunerar os acionistas através do Juros sobre Capital Próprio.

Esta pesquisa contribui para o meio acadêmico porque permite uma visão geral das companhias que utilizaram planos de opções de compras no Brasil, quantifica e detalha quem são as empresas que optaram pela proteção de dividendos, relaciona o que as empresas têm considerado como cláusula de proteção e principalmente demonstra as características dos planos de *stock options* no cenário brasileiro, além de analisar a relação dos planos com a distribuição de dividendos, possibilitando que as empresas, acionistas e demais usuários utilizem a informação para uma verificação apurada de seus próprios planos comparado ao que tem sido praticado no mercado.

O estudo está estruturado em cinco partes, (i) introdução, (ii) referencial teórico, com destaque para os estudos sobre governança corporativa, dividendos, juros sobre capital próprio, remuneração de executivos por meio de *stock options*, a relação entre dividendos e plano de opções de compra de ações e a hipótese de pesquisa; na sequência aborda-se (iii) a metodologia e os procedimentos feitos para a pesquisa; posteriormente (iv) a análise dos resultados e por último, (v) a conclusão.

Capítulo 2

2. REFERENCIAL TEÓRICO

A relação entre *stock options* e dividendos foi estudada por alguns autores e em diversos ângulos. Alguns analisaram a relação entre plano de opções de compra de ações e dividendos (ZHANG, 2018; GEILER E RENNEBOOG, 2014). Dentre os que estudaram a política de dividendos e as variáveis para pagamento, temos Martins e Famá (2012).

Já a questão do desempenho dos executivos que possuem plano de opções de compra de ações, destaca-se os estudos de Marcon e Godo (2004). Ao analisar a relação entre dividendos e *stock options* destacam-se Yermack (1997), Geiler e Renneboog (2014).

2.1. GOVERNANÇA CORPORATIVA

Os níveis de governança corporativa foram estabelecidos pela Bolsa de Valores de São Paulo com o intuito de alinhar-se ao mercado internacional nas boas práticas de governança corporativa. Estes se dividem em categorias de acordo com o grau de exigências e níveis de obrigações adicionais da legislação brasileira em Nível 1, Nível 2, Novo Mercado, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2.

Shleifer e Vishny (1997) trataram sobre a prática de governança corporativa e defendem sua importância e que esta deve tratar do grande problema discutido nos artigos sobre Teoria da Agência, que é a separação entre administração e finanças.

Para os autores a questão fundamental da governança corporativa é assegurar que os acionistas terão o retorno dos seus investimentos e sugerem alguns mecanismos complementares para a governança como proteção legal e concentração de propriedades. Eles atrelam a solução dos problemas da teoria da agência às práticas de governança corporativa.

Os pesquisadores ainda descrevem práticas de sucesso de mecanismos de governança nos Estados Unidos, Alemanha e Japão, que combinam a proteção legal com a importância de grandes investidores, no entanto, ressaltam que apesar das evidências analisadas apenas a governança corporativa não pode ser considerada como o melhor sistema de governança.

A temática governança também foi analisada sob a ótica do conservadorismo. Almeida, Scalzer e Costa (2008) concluíram que, ao comparar empresas com níveis de governança Nível 1, Nível 3 e Novo Mercado com as demais companhias foram apresentados indícios que empresas comprometidas com mecanismo de governança fornecem informações contábeis mais conservadoras.

Silveira (2006) avaliou se existia evidências de gerenciamento de resultados nas empresas brasileiras cujos administradores eram beneficiários de planos de opções de ações. As empresas analisadas estavam listadas na Bovespa com nível 1 e 2 de governança corporativa. A autora não encontrou indícios de gerenciamento de resultado nestas empresas.

2.2. DIVIDENDOS

De forma geral, dividendo pode ser definido como a remuneração do acionista, sendo este gerado pelo lucro líquido da empresa, conforme definem Vancin e Procianoy (2014).

O tema dividendos tem sido amplamente discutido desde a teoria de Modigliani e Miller (1958), onde os autores ressaltaram que a política de dividendos é irrelevante para a empresa, em relação a risco e valor. Os autores basearam suas pesquisas em um mundo isento de imperfeições, onde não haveria impacto de variáveis como impostos e custos, por exemplo. Posteriormente, este estudo foi revisado pelos próprios autores, e em 1963 analisaram a estrutura de capital sob a influência do fator tributação do lucro.

A legislação brasileira (Lei 6.404/76) determina em seu artigo 202 que os acionistas, obrigatoriamente, têm direito ao recebimento de dividendos obrigatório em percentual não inferior a 25% do lucro líquido após constituição da reserva legal, estabelecendo regras quando o estatuto da empresa for omissivo a respeito. É importante ressaltar, que os artigos 190 e 191 da referida norma definem que o lucro líquido do exercício é o resultado do que remanescer após a dedução das participações estatutárias de empresas, administradores e partes beneficiárias. E que o lucro deve ser utilizado ainda para absorver prejuízos da companhia.

Em relação a tributação, é importante destacar que no Brasil na distribuição de dividendos a sócios ou acionistas, sendo pessoa física ou jurídica, domiciliado no país ou no exterior, não há incidência de imposto de renda, conforme disposto no artigo 10 da Lei nº 9.249/95.

O tópico tem sido amplamente discutido e pesquisado sob diversos aspectos, neste sentido, Martins e Famá (2012) examinaram diversos estudos sobre a política de dividendos no país nos últimos dez anos. Dentre as variáveis observadas, chamou a atenção a questão da tributação, pois os resultados apontaram pela preferência do investidor pela forma de distribuição menos onerosa, apontando possíveis divergências entre administradores e acionistas em relação à política de dividendos.

Já Almeida et al (2014) analisaram as variáveis determinantes da política de dividendos em Portugal e concluíram que dentre as variáveis que influenciam os dividendos, destacam-se a relação positiva entre o que é distribuído e o valor da cotação das ações. Outro fator importante é a rentabilidade, que quanto maior, maior é a tendência a pagar dividendos, concluíram ainda, que os dividendos têm sim uma função mediadora dos conflitos entre investidores e acionistas.

Outros autores que pesquisaram sobre as determinantes do pagamento de dividendos foram Vancin e Procianny (2014) que investigaram o tema em relação às particularidades brasileiras quanto a remuneração dos acionistas, considerando as empresas que pagam dividendos acima da média e as que apenas pagam o mínimo obrigatório. Ao analisar a amostra formada por quem paga o mínimo obrigatório e quem paga dividendos superiores ao obrigatório constatou-se algumas variáveis significativas para determinar dividendos, dentre elas a instabilidade das receitas operacionais nos últimos quatro anos, visto que a irregularidade na receita compromete a distribuição de dividendos e o investimento, que possui uma relação negativa com dividendos, pois estes concorrem com os mesmos recursos. Em relação a diferença entre as empresas que pagam o dividendo mínimo e as que pagam valores superiores, os resultados estatísticos mostraram uma explicação melhor para o pagamento de dividendos das empresas que pagam acima do mínimo obrigatório;

indicando que as empresas expressam um desejo verdadeiro de recompensar seus acionistas e não simplesmente cumprir o que determina a norma de obrigatoriedade de dividendo.

Júnior e Pontes (2015) ao avaliarem as variáveis determinantes da distribuição de dividendos, de acordo com seu modelo estatístico, concluíram que lucro líquido e a estabilidade de distribuição do lucro conseguem explicar a política de dividendos das empresas brasileira, já por outro lado, valor de mercado, fluxo de caixa e também distribuição do lucro são variáveis explicativas para os dividendos das empresas norte-americanas. Prata et al (2012) ao realizar o mesmo estudo na Grécia, utilizando a técnica estatística GMM, apontou seis variáveis correlacionadas com dividendos: tamanho, lucratividade e liquidez, associadas positivamente e investimento, alavancagem e risco dos negócios, negativamente correlacionadas com dividendos.

Outros autores escreveram sobre o tema determinantes dos dividendos: Júnior et al (2010), Fonteles et al (2012), Vancin e Procianoy (2015), Ströher et al (2017), Santana (2006), Forti et al (2015), Ramos et al (2014) e Martins e Famá (2012).

Os dividendos também possuem uma relação direta com o valor de mercado das ações. Procianoy e Vancin (2014), em sua pesquisa sobre os fatores determinantes para o pagamento de dividendos, também relacionaram os procedimentos gerais quando há pagamento e ressaltam que a ação se torna ex-dividendo, em geral, na data da Reunião de Administração ou da Assembleia Geral Ordinária ou ainda na Assembleia Geral Extraordinária, e seu valor será descontado do dividendo mesmo que este seja pago em data futura.

Este efeito de desconto no preço da ação devido a distribuição de dividendo pode afetar os beneficiários dos planos de opções de compra de ações, que caso queiram exercer seu direito terão preço de mercado da ação ex-dividendo, ou seja, um preço de mercado menor que resulta, conseqüentemente, em um ganho menor.

De acordo com Madrid (2008) esta problemática pode ser eliminada com a inclusão de cláusulas nos planos de opção de compra de ações concedendo aos beneficiários o direito de receber o dividendo na data da outorga do plano, isto é, os usuários têm direito ao dividendo mesmo antes de exercer o direito ao plano.

2.3. JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO

A Lei nº 9.249/95 permitiu, através do seu artigo 9º, a utilização de Juros sobre Capital Próprio (JCP), sendo que, para a empresa que recebe o JCP, este é dedutível para fins de apuração de IRPJ e CSLL. No entanto, há a incidência de 15% de IRRF. Portanto, o JCP é considerado uma receita financeira para quem o paga, sendo tributado pelo PIS, COFINS, IRPJ e CSLL e uma despesa financeira para quem o recebe, A norma estabelece ainda, no mesmo artigo, critérios de apuração do cálculo do JCP.

Vancin e Procianoy (2014) relacionam em seu artigo os critérios legais para utilização do JCP, dentre eles, que o pagamento de JCP está condicionado à existência de lucros antes da dedução dos juros, lucros acumulados e reservas de lucros e que estes podem ser imputados ao dividendo mínimo obrigatório de que trata a Lei nº 6.404/76, incluindo assim, o valor pago a título de JCP com o valor dos dividendos como variável dependente de seu estudo.

Já Santos e Salotti (2007) mostraram que as empresas que escolhem este tipo de tributação visam, fundamentalmente, a vantagem tributária que a norma estabelece, ou seja, a dedutibilidade para fins de apuração de IRPJ e CSLL e que 55% das companhias abertas pesquisadas, durante o ano de 2005, incorporaram o JCP ao dividendo mínimo obrigatório.

Hoch e Procianoy (2017) também concluíram que o principal fator para que companhias utilizem a remuneração a título de JCP é o benefício tributário que tal remuneração possibilita e que a análise das empresas considera a estrutura acionária se o controlador é pessoa física, visto que o JCP recebido é considerado como tributação exclusiva na fonte, não podendo ser compensado na Declaração Anual de Imposto de Renda Pessoa Física.

2.4. PLANO DE OPÇÕES DE COMPRA DE AÇÕES (*STOCK OPTIONS*)

Os planos de opções de compra de ações, também chamados *stock options* surgiram nos Estados Unidos na década de 50 e posteriormente se difundiram para Europa. Esta remuneração variável de longo prazo está voltada para conselheiros e administradores e objetiva solucionar os problemas de agência, alinhando os interesses de acionistas e administradores (MADRID, 2008).

Os estudos realizados por Santos (2016) abordaram os principais enfoques dos artigos que tratam do tema remuneração de executivos na última década. Os resultados apontaram que a maioria das pesquisas analisam a relação remuneração de executivo versus desempenho da organização e do próprio executivo, e as pesquisas realizadas, em sua grande maioria, são em âmbito internacional e que no Brasil, as pesquisas são recentes e as publicações sobre o tema ainda não são significativas.

Marcon e Godo (2004), ressaltam que o *stock options* como incentivo tem por objetivo evitar a perda de profissionais competentes, onde o funcionário tem o direito, e não a obrigação, de comprar ações da empresa e em troca deve permanecer na companhia por um período determinado.

Os autores salientam que este mecanismo de remuneração variável representa um estímulo para o colaborador, que irá se empenhar no desenvolvimento da empresa, fazendo com que ocorra a valorização de suas ações. E ainda comprovaram que as empresas que concedem *stock options* têm desempenho superior às empresas do seu setor.

Ao analisar os problemas dos planos de opções de compra de ações, Hall e Murphy (2003) defendem que o principal argumento em favor aos planos de *stock options* é que estes alinham os interesses de executivos e acionistas, propiciando a retenção dos melhores funcionários, além de motivá-los sem necessariamente dispende de caixa, sendo que este ainda não é um mecanismo eficiente para todos os cargos de uma empresa, mas sim para altos executivos, concluindo que este é um meio eficiente para remunerar o desempenho de executivos e gerentes, beneficiários dos planos de opções de compra de ações.

Ao contrário do que defendem Hall e Murphy (2003), os autores Core e Guay (2000), entendem que, apesar de ser usado por décadas para executivos, os planos de opções de ações, recentemente têm incluídos empregados de todos os níveis e seus resultados indicaram que isto se deve porque as empresas têm a intenção de atrair certos tipos de funcionários e utilizam mecanismos de retenção como *stock option*.

O plano de opções de compra de ações também foi analisado sob a ótica dos conceitos teóricos contábeis contidos na norma internacional (GALDI E CARVALHO, 2006). No que tange às normas contábeis brasileiras, temos o CPC 10, que define o plano de opções em ações como um contrato que confere ao beneficiário da ação o direito, e não a obrigação de subscrever as ações da entidade por um determinado preço e em um período especificado. Já o Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP 01/2007 traz a seguinte definição para os planos de opções de compra:

a opção de ações dá ao empregado o direito de comprar um certo número de ações da companhia a um preço fixo por um certo número de anos. O preço pelo qual a opção é concedida é usualmente o preço de mercado na data em que as opções são concedidas. A lógica deste benefício é a expectativa que o preço das ações subirá e os empregados poderão comprá-la pelo exercício (compra) a um preço mais baixo que foi referenciado no momento da concessão e vendê-lo pelo preço corrente do mercado, por exemplo.

O citado ofício elenca ainda os termos que devem estar presentes neste tipo de contrato entre empresa e beneficiários:

- aquisição do direito (*vesting*): entrega, pela companhia, de um benefício correspondente ao direito de um empregado adquirido gradualmente pelo tempo de serviço prestado;
- data da aprovação de Planos de Opções: o plano deve ser aprovado pelo Conselho de Administração ou Assembleia Geral;
- data de divulgação: o Plano de Opções é divulgado nos termos da Instrução CVM nº 358/02;
- data da concessão (*grant date*): a data em que uma opção é concedida a um indivíduo, ou a data em que uma companhia e o empregado acordam (conforme previsto em um acordo de remuneração baseado em ações) na data da concessão do direito sobre instrumentos patrimoniais, dentro de certas condições (*vesting conditions*), pelos quais esse direito será exercido;
- data de aquisição (*vest date*): data a partir da qual uma opção pode ser exercida e vendida;

- data do exercício: a opção é geralmente exercida entre duas datas: a data a partir da qual as condições do plano tornam possível o exercício (*vesting date*), fixada após a data de concessão, e a data da expiração, que é geralmente fixada alguns anos após;
- data da expiração: é o último dia em que uma opção pode ser exercida, ou vendida; nesta data os direitos do empregado se extinguem, ou seja, perdem o valor;
- direito adquirido (*vested*) – revestido ou que atende as condições contratuais exercício: decisão de comprar a ação através da opção;
- instrumento patrimonial: contrato identificado ao resultado residual dos ativos da companhia menos todas as exigibilidades;
- opção de ações como remuneração: um direito emitido por uma companhia aberta a um indivíduo para comprar um montante de ações da companhia a um preço estabelecido, dentro de um período de tempo especificado;
- período aquisitivo (*vesting period*): período entre a data da concessão (*grant date*) e a data na qual todas as condições de elegibilidade (*vesting conditions*) de um plano de opções foram atendidas;
- Plano de Opção: contrato que dá ao seu detentor o direito, mas não a obrigação, de subscrever ações de uma companhia a um preço fixo ou determinável em um determinado período de tempo. (contrato contendo um conjunto de regras definidas em um documento que dá direito ao empregado de comprar uma ação da companhia em uma data futura).
- preço de exercício: preço pelo qual uma ação pode ser comprada através do exercício de uma opção (*strike price*);
- vida esperada: o período de tempo entre a data da concessão (*grant date*) e a data em que, estima-se, a opção seja exercida;
- valor de concessão (*grant value*): representa o valor de face da opção. Este valor é calculado com base na aplicação do método de precificação utilizado.
- valor esperado (*expected value*): representa o valor da remuneração oferecida ao participante e não necessariamente o ganho realizado; é o valor presente dos ganhos futuros; a quantificação pode ser feita com várias metodologias, sendo as mais comuns o modelo Black-Scholes e o Binomial.
- valor justo: o montante pelo qual um ativo pode ser negociado em um mercado ativo, em que comprador e vendedor possuam conhecimento do assunto e independência entre si, sem que corresponda a uma transação compulsória ou decorrente de um processo de liquidação, ou, na ausência de um mercado ativo para um determinado instrumento financeiro: a) o valor que se pode obter com a negociação de outro instrumento financeiro de natureza, prazo e risco similares, em um mercado ativo; ou b) o valor presente líquido dos fluxos de caixa futuros a serem obtidos, ajustado com base na taxa de juros vigente no mercado, para instrumentos de natureza, prazo e risco similares.

Já Dias (2010) procurou investigar os fatores que explicam a utilização de plano de opções nas companhias brasileiras à luz da teoria da agência. O autor conclui que empresas maiores, com oportunidade de crescimento, com capital mais disperso e que não atuam em mercados regulados tendem a utilizar o *stock option*.

Há também pesquisas sobre o gerenciamento de resultados através da remuneração *stock options*. Yermack (1997) investigou se os administradores

poderiam influenciar suas próprias remunerações. Os resultados encontrados sugerem que os CEOs se beneficiam de informações favoráveis para exercer o plano de opções de compra de ações.

Os propósitos da adoção do plano de *stock options* estão intimamente relacionados com o desempenho dos beneficiários aliados aos possíveis ganhos financeiros destes e das empresas, permitem a retenção de bons profissionais; contudo esta prática de remuneração, afirma Madrid (2008), pode incentivar práticas abusivas de manipulação de resultados, dentre elas a manipulação do valor das ações como recompra de ações, que objetiva comprar as ações da própria empresa para inverter o efeito de baixa e conseqüentemente exercer a opção do plano quando as ações estiverem mais valorizadas no mercado.

Outra prática é a diminuição e até mesmo a supressão dos dividendos, que tem o mesmo intento da recompra de ações, incrementar o preço de mercado das ações para majorar o ganho que é calculado avaliando o preço de mercado e o preço de exercício da ação, o que acarreta, por sua vez, uma renúncia involuntária dos acionistas em relação aos ganhos que esperavam (MADRID, 2008).

2.5. PLANO DE OPÇÕES DE COMPRA DE AÇÕES (*STOCK OPTIONS*) X DIVIDENDOS E JCP

Ao analisar a relação entre dividendos e *stock options*, Geiler e Renneboog (2014) concluíram que os CEOs que possuem plano de opções de ações não protegidos de dividendos preferem evitar ou diminuir o pagamento de dividendos, pois o anúncio de pagamento de dividendos afeta o preço das ações, fazendo com que haja uma queda no valor, sendo a ação negociada a seu preço ex-dividendo.

Aboody e Kasznik (2007) também encontram evidências que o aumento dos dividendos nas empresas está fortemente relacionado ao aumento do uso de proteção de dividendos nos planos de *stock options* e que há uma redução quando não há o uso de proteção de dividendos nos planos de opções de compra de ações. Os estudos de Cuny et al (2007) avaliaram o mesmo tema e identificaram que empresas com altos planos de opções de compras de ações pagam menos dividendos.

Zhang (2018) também analisou este efeito e concluiu que quando a remuneração de CEO está protegida de dividendo há uma correlação positiva e significativa com o nível de pagamento de dividendo. Relacionou ainda algumas implicações do estudo, dada a importância da proteção de dividendos para os planos de opções. Dentre elas, que os investidores deveriam verificar se nos planos de remuneração variável dos administradores há a proteção de dividendos, visto que esta é uma variável significativa e que pode alterar a política de dividendo e caso não haja, incluir esta cláusula, pois objetiva alinhar ainda mais o interesse entre acionistas e administradores.

Yermack (1997) também estudou a questão do *stock options*. Ele analisou a hipótese de administradores influenciarem suas próprias compensações. O autor encontrou evidências significativas entre o preço das ações e o exercício do plano de opções de compra das ações por parte dos executivos.

Apesar dos estudos apontarem uma relação negativa entre plano de opções de compra de ações e dividendos, evidenciando que a distribuição de dividendos para sócios ou acionistas é menor se o plano de opções de compras de ações não é protegido de dividendos, há estudos que afirmam que não existe esta relação ou ela é insignificante (CANIL, 2017).

No entanto, Madrid (2008) afirma que nas últimas décadas os mercados americanos têm diminuído sua distribuição de dividendos e concidentemente têm adotado políticas de remuneração variável de longo prazo baseada em ações, como plano de opções de compra para a alta administração, prejudicando os acionistas.

Por esta razão, este estudo objetiva explicar se no mercado brasileiro este efeito realmente ocorre, ou seja, se a distribuição de dividendos tem sido afetada pelos planos de opções de compra de ações protegidos de dividendos, visto que temos aspectos particulares como dividendo mínimo obrigatório e a não tributação dos dividendos, além dos juros sobre capital próprio.

2.6. HIPÓTESE

A hipótese que será objeto deste estudo é a seguinte:

H: Empresas com plano de opção de compra de ações protegido de dividendos tem menos restrições para a distribuição de dividendos, portanto pagam maiores dividendos que empresas com plano de opção de compra de ações sem proteção de dividendos.

Se esta hipótese for falsa, devemos esperar uma relação não significativa entre a existência de planos de opção de compra de ações protegido e a distribuição de dividendos e JCP, já que a empresa não protegeu o plano de opções de compra de ações de dividendos e JCP e do efeito que a sua notificação ou distribuição acarreta no preço das ações.

Capítulo 3

3. METODOLOGIA

3.1. FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA

Para verificar a hipótese, foi realizada uma análise documental nos formulários de referência das companhias listadas na B3 (Brasil Bolsa Balcão), com o objetivo de analisar quais empresas têm planos de opção de compras de ações e quais as empresas que não possuem plano de opção de compras de ações no período de 2010 a 2016.

Na análise dos formulários de referência foi observado o item 13.4 se a empresa tem ou não Plano de Remuneração baseado em ações do Conselho de Administração e Diretoria Estatuária. Para as que possuem plano de opção de compra de ações analisou-se dados como o preço prefixado de compra da ação, carência, data de vencimento, que tipo de funcionário participa do plano, como se enquadra na política de remuneração da empresa e se há critérios específicos para sua aquisição. Além das informações citadas observou-se, para as companhias que têm plano de opções de compra de ações, se estes são protegidos ou não de dividendos.

O período selecionado (2010 a 2016) considera o marco regulatório do tema em questão no mercado brasileiro que ocorreu com a aprovação do CPC 10 em 2008 e posteriormente sua revisão em 2010, onde encontram-se dispostas as normas contábeis e principalmente a obrigatoriedade de divulgação das informações dos planos de opções de compra de ações nos formulários de referências para as companhias abertas.

Os estudos de Boyd et al (2007) sobre as variáveis que determinam o exercício antecipado do plano de opções de compra de ações e de Zhang (2018) abordaram a remuneração variável de CEO (*stock options*) protegido de dividendos e analisaram a relação entre dividendos e *stock options*. Este último modela o plano de opções de compra de ações como uma variável *dummy*.

Desta forma, para as empresas analisadas que não possuem plano de opção de compra de ações, a variável ESOP assume valor 0 e para as que possuem, assume valor 1. Em relação aos planos que não são protegidos de dividendos, temos a variável ESOPPD, que assume valor 0 e para os planos protegidos de dividendos a variável tem valor 1. E ainda, para este estudo, estabeleceu-se variáveis de controle que influenciam o pagamento de dividendos e juros sobre capital próprio.

3.2. DADOS CONTÁBEIS

Os dados contábeis que foram extraídos da Economática referem-se ao período 2009 a 2016. A utilização do ano de 2009 se deve ao fato de que para cálculo de algumas variáveis independentes foi necessário observar valores de anos anterior, portanto, para o cálculo de algumas variáveis independentes do ano de 2010 usou-se valores de 2009.

As empresas observadas totalizaram 843. No entanto, foram excluídas 216 empresas que estavam enquadradas na B3 como categoria B, o que significa que para estas não havia obrigatoriedade de publicar informações para o item 13.4 do Formulário de Referências. Em relação às informações contábeis, 268 foram excluídas por não possuírem informações para as variáveis objeto deste estudo. Finalizando com 359 empresas e 1990 observações.

3.3. VARIÁVEIS DEPENDENTE E INDEPENDENTES

As variáveis independentes para a pesquisa foram selecionadas com base nas evidências encontradas nos trabalhos de Vancin e Procianny (2014), Zhang (2018), Geiler e Renneboog (2014), Forti, Peixoto e Alves (2015), Moura, Padilha e Silva (2016) e Perobelli et al (2012).

As variáveis que serão utilizadas neste trabalho consideram alguns índices de controle de dividendos e as variáveis *dummies* de plano de opções de compra, com o intuito de provar que as empresas que possuem plano de compra de ação protegidos de dividendos influenciam na determinação da distribuição de dividendos. No quadro 1 listamos as variáveis e os sinais esperados.

- **Proventos** = dividendo e/ou JCP pagos, no ano corrente, pelas empresas de capital aberto dividido pelo ativo total;

Para verificar se o plano de opções de compra de ações afeta a distribuição de dividendos é necessário estabelecer algumas variáveis independentes que determinem o pagamento de dividendos (ZHANG, 2018).

Com o intuito de evitar variações inexistentes optou-se por dividir esta variável pelo ativo total ao invés do lucro (FORTI ET AL, 2015).

Abaixo as variáveis de controle da distribuição de dividendos selecionadas para este trabalho:

- **Alavancagem Financeira** = medido pelo total de passivo dividido pelo patrimônio líquido;

Com o aumento do nível de endividamento, espera-se elevado fluxo de caixa futuro e maior pagamento de dividendo, ou ainda, pode haver relação inversa entre alavancagem e dividendo (ZHANG, 2018; FORTI ET AL, 2015, JÚNIOR ET AL, 2010, MARTINS E FAMÁ, 2012).

- **Capex** = medido através do valor do capex (taxa do crescimento do ativo) dividido pelo ativo total;

Empresas com elevados níveis de investimento normalmente são obrigados a reter seus lucros para financiar tais investimentos sem alterar os níveis de endividamento (FORTI ET AL, 2015; STRÖHER ET AL, 2017).

- **Endividamento** = medido pelo passivo circulante somado ao passivo exigível a longo prazo dividido pelo ativo total;

Espera uma correlação negativa com a variável dependente, pois o recurso para o pagamento da dívida compete com a distribuição de dividendos (VANCIN E PROCIANOY, 2014; STRÖHER ET AL, 2017; FORTI ET AL, 2015; MARTINS E FAMÁ, 2012).

- **Instabilidade das receitas** = medido pelo desvio padrão dos logaritmos naturais dos últimos quatro anos de receitas operacionais.

Empresas com irregularidades nas receitas provavelmente serão menos comprometidas quanto ao pagamento de dividendos (VANCIN E PROCIANOY, 2014; VANCIN E PROCIANOY, 2015).

- **Investimento** = medido pela variação do ativo total e o próprio ativo total no ano anterior.

Ao realizar novos investimentos, as empresas necessitam de recursos. Portanto, os recursos utilizados para investimentos concorrem com o pagamento de dividendos (VANCIN E PROCIANOY, 2014; VANCIN E PROCIANOY, 2015).

- **Liquidez corrente** = medido pelo total do ativo circulante dividido pelo passivo circulante;

Empresas mais líquidas oferecem mais segurança para que seus gestores possam manter ou aumentar os níveis de pagamento de dividendos (MOURA ET AL, 2016; FORTI ET AL, 2015; VANCIN E PROCIANOY, 2014; JÚNIOR ET AL, 2010; VANCIN E PROCIANOY, 2016; STRÖHER ET AL, 2017, MARTINS E FAMÁ, 2012).

- **Profit Growth** = medido pelo lucro atual menos o lucro do ano anterior dividido pelo lucro do ano anterior;

Determinante do crescimento do lucro, espera-se que empresas com maior crescimento dos lucros devem reduzir as incertezas dos gestores e assim pagar mais dividendos (FORTI ET AL, 2015).

- **ROA** = representa o lucro operacional, antes das despesas financeiras, dividido pelo ativo total;

Determina o retorno sobre o ativo total, indicando que empresas mais rentáveis pagam mais dividendos do que as demais (ZHANG, 2018; FORTI ET AL, 2015; FONTELES ET AL, 2012; STRÖHER ET AL, 2017; SANTANA, 2006).

- **ROE** = total do lucro líquido do ano dividido pelo patrimônio líquido;

Representa o retorno sobre o patrimônio líquido, quanto uma empresa consegue gerar de lucro em relação ao investimento. Espera-se uma correlação positiva entre ROE e dividendos, quanto maior o coeficiente do ROE maior é a distribuição de dividendos (VANCIN E PROCIANOY, 2014; VANCIN E PROCIANOY, 2015; STRÖHER ET AL, 2017).

- **Tamanho** = medido através do logaritmo natural do ativo total;

A literatura indica que empresas maiores têm maior propensão a pagar dividendos do que as empresas menores (ZHANG, 2018; MOURA ET AL, 2016; FORTI ET AL, 2015; VANCIN E PROCIANOY, 2014; FONTELES ET AL, 2012; VANCIN E PROCIANOY, 2015; STRÖHER ET AL, 2017; MARTINS E FAMÁ, 2012).

- **Prejuízo** – variável binária (*dummy*) que demonstra as empresas que registraram prejuízo no ano corrente. Se não possui, a variável assumirá valor 0 e se possui receberá valor 1;

Há uma redução ou não pagamento de dividendos nas empresas que apresentam prejuízo no ano corrente (MARTINS, 2009). No Brasil, o não pagamento do dividendo mínimo obrigatório pode ser justificado pela existência de prejuízo no ano corrente ou ainda, mesmo havendo lucro no período, este pode ser utilizado para absorver o resultado negativo de anos anteriores.

- **Níveis de Governança Corporativa** – variável binária que indica as empresas que possuem níveis de governança corporativa na B3 (Bovespa). Se não possui, a variável assumirá valor 0 e se possui receberá valor 1;

Os níveis diferenciados de governança corporativa podem influenciar positivamente o pagamento de dividendos, além de auxiliar no conflito entre acionistas e administradores (Teoria da Agência) (FORTI ET AL, 2015; VANCIN E PROCIANOY, 2014; VANCIN E PROCIANOY, 2015).

As variáveis independentes, objeto deste estudo, seguem detalhadas abaixo:

- **Plano de opções compra de ações** = variável binária que tem por objetivo evidenciar se a empresa possui ou não o plano. Se não possui, a variável será representada por 0; já se possui, a variável receberá valor 1;

Espera-se que haja uma correlação negativa com a variável dependente, ou seja, as empresas que adotam o *stock options* distribuem menos dividendos (MOURA E SILVA, 2016; PEROBELLI ET AL, 2012).

- **Plano de opções de compra de ações protegidos de dividendos** = variável binária que tem por objetivo evidenciar se a empresa que possui o plano é protegido, ou não, de dividendos. Se não possui a proteção, a variável será representada por 0, já se possui, a variável receberá valor 1;

Espera-se que haja uma correlação positiva com a variável dependente, ou seja, as empresas que adotam o *stock options* protegido de dividendos distribuem mais dividendos ou não afeta esta variável (ZHANG, 2018).

Variáveis		Sigla	Como calcular	Fonte de dados	Sinal esperado
D e p e n d e n t e	Proventos	PROV	$PROV = Div + JCP/AT$	Banco de dados Economática	+
	Alavancagem	ALAV	$ALAV = PT / PL$		+ / -
E x p l i c a t i v a s	Capex	CAPEX	Taxa de crescimento do ativo imobilizado / AT		-
	Endividamento	ENDIV	$ENDIV = (PC + PNC) / AT$		-
	Instabilidade das receitas	INST_REC	$INST_REC = \sigma [Ln(REC)]$		-
	Investimento	INVEST	$INVEST = (AT_t - AT_{t-1}) / AT_{t-1}$		-
	Liquidez corrente	LIQ_COR	$LIQ_COR = AC / PC$		+
	Profit growth	PROFIT_G	$PROFIT_G = (LL_t - LL_{t-1}) / LL_{t-1}$		+
	ROA	ROA	$ROA = LL / AT$		+
	ROE	ROE	$ROE = LL / PL$		+
	Tamanho da empresa	LNAT	Logaritmo do valor total do ativo		+
	Prejuízo	PREJ	Empresa possui: Não = 0 / Sim = 1		-
I n d e p e n d e n t e s	Plano de opções de compra de ações	ESOP	Empresa possui: Não = 0 / Sim = 1	Formulário de referência	-
		ESOPPD	Protegido dividendos Não = 0 / Sim = 1	(Variável dummy)	+
	Níveis de governança corporativa (GC)	GC	Empresa possui: Sem GC = 0 / Com GC = 1	Site B3 (Bovespa) (Variável dummy)	+

QUADRO 1: VARIÁVEIS DEPENDENTE, EXPLICATIVAS E INDEPENDENTES

Fonte: elaborada pela autora

3.4. REGRESSÃO MÚLTIPLA

Com o objetivo de verificar se as variáveis ESOP e ESOPPD influenciaram ou não a variável dependente Proventos, no período de 2010 a 2016, foi utilizada a técnica estatística Regressão Múltipla. Este modelo tem sido utilizado para investigar os fatores determinantes para o pagamento de dividendos, conforme os estudos de Vanci e Procianoy, 2014. Ressalta-se que a variável dependente Proventos será representada através do percentual de dividendos pagos sobre o ativo total da companhia.

3.5. REGRESSÃO TOBIT

Semelhante ao objetivo da regressão múltipla, a regressão Tobit também foi utilizado para evidenciarmos se as variáveis ESOP e ESOPPD influenciaram na distribuição de proventos. No entanto, quando da análise da amostra total, verificou-se que esta assume valores de zero a um, portanto, sendo próprio para este tipo de amostra o uso da regressão Tobit, pois as informações censuradas serão formadas pelas empresas que não pagaram dividendos no período. Este fato é importante, já que 614 observações têm a variável dependente zerada (ZHANG, 2018; VANCIN E PROCIANOY, 2016; FORTI ET AL, 2014; CUNNY ET AL, 2007; MOTA E WILLIAN JUNIOR, 2007; CANIL, 2016; GEILER E RENNEBOOG, 2014).

3.6. MODELO ESTATÍSTICO DA REGRESSÃO

$$PROV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESOP_{i,t} + \beta_2 ESOPPD_{i,t} + \beta_n VCD_{n,i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Onde:

i, t = empresa e ano

β_i = coeficientes

$PROV = \text{Dividendos} + \text{JCP pagos conforme DFC}$

$ESOP = \text{stock options}$

$ESOPPD = \text{stock options protegidos de dividendos}$

$VCD_n = \text{vetor da variável de controle } n, \text{ onde } n \text{ pode ser:}$

▪ Alavancagem financeira	▪ ROA
▪ Capex	▪ ROE
▪ Endividamento	▪ Tamanho da empresa (Ativo Total)
▪ Instabilidades das receitas	▪ Prejuízo
▪ Liquidez Corrente	▪ Níveis de Governança Corporativa
▪ Profit Growth	

$\varepsilon = \text{Erro padrão}$

Modelo adaptado de Zhang, Danielle. CEO Dividend protection. 2018.

Capítulo 4

4. RESULTADOS

4.1. RESULTADO DA ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Apresentamos, na tabela 1, a estatística descritiva da amostra, que contempla tanto as empresas que distribuíram dividendos no período como as que não distribuíram, esta totalizou 1990 observações em 359 empresas. O quadro apresenta ainda todos os anos e todas as variáveis independentes de controle de dividendos e juros sobre capital próprio, bem como as que norteiam o nosso estudo que são ESOP e ESOPPD.

Os resultados da amostra, para as variáveis ALAV, CAPEX, ENDIV, INVEST, PROFIT_G, ROA, ROE foram tratadas para eliminar os *outliers* (mínimos e máximos) e PROV e LIQ_COR (apenas em seus limites máximos), que objetiva retirar os valores muito distantes do comportamento geral que a amostra apresenta, já que estes podem enviesar os resultados obtidos. Foi utilizada a técnica de winsorização para todas as variáveis explicativas, com o objetivo de aparar os valores extremos (mínimos e máximos definidos). Neste estudo foi fixado como limite superior 99% e como limite inferior 1% (VANCIN E PROCIANOY, 2015; FORTI ET AL, 2014).

A variável independente Proventos, coletada da Economática, também foi tratada, pois está é uma informação da Demonstração Financeira das empresas relativa ao dividendo e JCP pago (valor informado na Demonstração de Fluxo de Caixa – DFC). Os valores coletados estavam negativos e para melhor visualização do resultado, esta variável foi transformada em um valor absoluto.

Outra variável que apresentava valores dispare com as demais era Capex, pois seus valores estavam expressos em moeda corrente. Para uniformizar os dados, o tratamento dado a esta foi dividi-la pelo Ativo total do ano corrente.

TABELA 1: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DOS DADOS NO PERÍODO DE 2010 A 2016

Esta tabela mostra os resultados da estatística descritiva referente a observação do período 2010 a 2016. A variável dependente é **PROV** e as demais são variáveis independentes. As variáveis de controle relativas a distribuição de dividendos: **ALAV** - Alavancagem Financeira; **CAPEX** - taxa de crescimento do ativo; **ENDIV** - dívidas de curto e longo prazo; **INST_REC** – instabilidade das receitas dos últimos quatro anos; **INVEST** - investimentos; **LIQ_COR** - Liquidez corrente; **PROFIT_G** - crescimento do lucro; **ROA** - retorno do ativo; **ROE** - retorno sobre patrimônio líquido;; **LNAT** - logaritmo natural do tamanho da empresa; **GC** - níveis de Governança Corporativa; Variáveis independentes que norteiam este estudo são: **ESOP** - empresas que possuem plano de opções de compra de ações, que assume valor 0 para quem não possui e 1 para quem possui; **ESOPPD** - empresas que possuem plano de opções de compra de ações protegidos de dividendos, que assume valor 0 para quem não é protegido e 1 para quem é protegido. Dados em percentual.

Variável	Nº observações	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
ESOP	1990	0,368341	0,482476	0	1
ESOPPD	1990	0,854271	0,279586	0	1
PROV	1990	0,241579	0,415799	0	0,400387
ALAV	1990	0,988191	2,565644	-18,31	24,969
CAPEX	1990	0,508308	0,062029	-0,141702	0,378278
ENDIV	1990	0,957045	3,804307	0,690096	70,36801
INST_REC	1990	0,283129	0,339165	0,014749	3,172991
INVEST	1990	0,103312	0,290879	-0,722124	2,417138
LIQ_COR	1990	0,738040	1,34426	-1	8
PROFIT_G	1990	-0,291505	5,058645	-51,90081	27,04814
ROA	1990	-0,015152	0,352808	-5,672697	0,6799
ROE	1990	0,038059	0,648623	-6,777399	3,301345
LNAT	1990	14,70704	2,290031	5,66296	27,52577
PREJ	1990	0,695477	0,460320	0	1
GC	1990	0,535678	0,498850	0	1

Na estatística descritiva da amostra temos o menor valor da variável Proventos igual a zero, que se referem as empresas que não distribuíram dividendos no período; estas totalizaram 614 observações, que correspondem a 180 empresas. Ao avaliar este grupamento de empresas, temos 113 empresas com prejuízo no período, o que justifica a não distribuição de dividendos.

Em relação as 67 empresas que apresentaram lucro e não distribuíram dividendos, analisamos o Demonstrativo Financeiro das empresas mais lucrativas, que representam 44% do lucro total, com o intuito de verificar o que as empresas justificaram, visto que a legislação brasileira estabelece o pagamento do dividendo mínimo obrigatório (artigo 202 da Lei nº 6.404/76), no qual estas empresas deveriam se enquadrar. As empresas selecionadas foram:

QUADRO 2: EMPRESAS COM LUCRO NO PERÍODO E QUE NÃO PAGARAM DIVIDENDOS

Empresa	Ano	Lucro Líquido	Análise pagamento dividendo
Cia Hidro Elétrica São Francisco	2016	3.985.275	Absorveu prejuízos anos anteriores.
Cia Hidro Elétrica São Francisco	2010	2.177.232	Provisionado. Parte paga em 2012.
Cia Hidro Elétrica São Francisco	2011	1.554.145	
Cia. Celgpar	2016	1.444.026	Absorveu prejuízos anos anteriores.
Via Varejo	2014	938.000	2013 pago no ano e 2014 pago ano seguinte.
Cia. Estadual Ger. Energia Elétr.	2016	923.782	Absorveu prejuízos anos anteriores e provisão dividendos para ano seguinte.
Gafisa	2013	867.443	
BR Properties	2010	813.368	Provisionado. Pago em 2011
JBS	2012	718.938	2011 prejuízo e dividendo 2012 pago ano seguinte.
Mendes Jr	2010	701.393	Constituição reserva dividendo não distribuído.
Cia. Gás SP	2013	618.911	2012 pago no ano e 2013 pago ano seguinte.

TOTAL

14.742.513

Elaborado pela autora

De acordo com o que consta na Demonstração Financeira das empresas listadas acima, percebemos que a justificativa para o não pagamento de dividendo mínimo obrigatório é a existência de prejuízo de anos anteriores, sendo o lucro do período utilizado para absorver o resultado negativo ou as que pagaram dividendo no ano subsequente ao lucro.

Analisando ainda a Tabela 1, é possível verificar nas variáveis ALAV, ENDIV, PROFIT_G (que aponta o crescimento do lucro líquido) e LNAT (que trata do tamanho das empresas) apresentam uma dispersão grande se comparada à média; isto pode ocorrer porque temos na amostra empresas muito distintas e em situações financeiras diferentes, a amostra também contempla empresas muito lucrativas e empresas muito deficitárias; este fato pode ser observado também quando verificamos os mínimos e máximos das variáveis.

4.2. RESULTADOS DA REGRESSÃO MÚLTIPLA

A regressão múltipla proposta tem por finalidade demonstrar se as variáveis independentes ESOP e ESOPPD influenciaram a variável dependente Proventos. Os resultados da amostra contemplaram empresas que possuem *stock options* e as que não possuem, as que pagaram dividendos e as que não pagaram.

É possível verificar no modelo de regressão múltipla da amostra (tabela 2) que esta indicou que a maioria das variáveis são significativas, sendo elas: ENV, INST_REC, INV, LIQ_COR, ROA, ROE, LNAT e PREJ, portanto, estas seriam as variáveis explicativas para o pagamento de dividendo. Quanto a ESOPPD, objeto do nosso estudo, os resultados da regressão múltipla também a apontam como significativa em relação à variável dependente Proventos.

TABELA 2: ANÁLISE DA REGRESSÃO MÚLTIPLA DOS DADOS NO PERÍODO DE 2010 A 2016 PARA O TESTE DE HIPÓTESE

Esta tabela mostra a análise da regressão múltipla referente a observação do período 2010 a 2016. A variável dependente é **PROV** e as demais são variáveis independentes. As variáveis de controle relativas a distribuição de dividendos: **ALAV** - Alavancagem Financeira; **CAPEX** - taxa de crescimento do ativo; **ENDIV** - dívidas de curto e longo prazo; **INST_REC** – instabilidade das receitas dos últimos quatro anos; **INVEST** - investimentos; **LIQ_COR** - Liquidez corrente; **PROFIT_G** - crescimento do lucro; **ROA** - retorno do ativo; **ROE** - retorno sobre patrimônio líquido; **LNAT** - logaritmo natural do tamanho da empresa; **GC** - níveis de Governança Corporativa; Variáveis independentes que norteiam este estudo são: **ESOP** - empresas que possuem plano de opções de compra de ações, que assume valor 0 para quem não possui e 1 para quem possui; **ESOPPD** - empresas que possuem plano de opções de compra de ações protegidos de dividendos, que assume valor 0 para quem não é protegido e 1 para quem é protegido. Dados em percentual.

A fórmula estatística para regressão: $PROV_{i,t} = \beta_i + \beta_1 ESOP_{i,t} + \beta_2 ESOPPD_{i,t} + \beta_3 VCD_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

Nota: ***, ** e * representam significância estatística de 1%, 5% e 10% respectivamente.

PROV	Coefficiente	Std. Err.	T	P > t 	95% Conf. Intervalo	
ESOP	-0,000497	0,002329	-0,21	0,831	-0,005065	0,004070
ESOPPD	0,007540	0,003630	2,08	0,038**	0,000420	0,146602
ALAV	0,000072	0,000400	0,18	0,857	-0,000712	0,000856
CAPEX	0,210388	0,015584	1,35	0,177	-0,009524	0,051602
ENDIV	0,004343	0,000557	7,80	0,000***	0,003250	0,005435
INST_REC	-0,004951	0,002804	-1,77	0,078**	-0,010452	0,000548
INVEST	-0,022877	0,003407	-6,71	0,000***	-0,029560	-0,016194
LIQ_COR	0,003198	0,000732	4,37	0,000***	0,001762	0,004634
PROFIT_G	0,000045	0,000186	0,24	0,809	-0,000320	0,000410
ROA	0,059043	0,006336	9,32	0,000***	0,046622	0,071464
ROE	0,010974	0,001613	6,80	0,000***	0,078106	0,014138
LNAT	-0,000762	0,000452	-1,68	0,092*	-0,001650	0,000125
PREJ	0,014871	0,002440	6,09	0,000***	0,010085	0,019656
GC	0,002613	0,002211	1,18	0,237	-0,001723	0,006950
_cons	0,019764	0,006729	2,94	0,003	0,006567	0,032961
Número de observações:		1990				
Fonte		SS	df	MS	F (13, 1976):	29,18
Modelo		0,69584908	14	0,049703	Prob > F	0
Residual		3,36414586	1975	0,001703	R-squared:	0,1714
Total		4,05999494	1989	0,002041	Adj R-squared:	0,1655
					RootMSE:	0,04127

As variáveis endividamento e investimento também se mostraram significativas nos estudos de Vancin e Procianny (2014), no entanto, ao contrário do que demonstram as pesquisas (VANCIN E PROCIANNOY, 2014; MARTINS E FAMÁ, 2012; DANTE JUNIOR E PONTE, 2015 ALMEIDA ET AL, 2014), esperava-se um coeficiente negativo para endividamento.

Dentre o nível de significância encontrado, o Investimento está mais em linha com os estudos, altamente significativo e coeficiente negativo, conforme Vancin e Procianoy (2014) e Vancin e Procianoy (2015), indicando que os recursos empregados na empresa concorrem com a distribuição de dividendos, portanto, nesta regressão, demonstramos que o investimento diminui 2% o valor do dividendo. Bem como a Liquidez Corrente, significativa e positiva (FORTI ET AL, 2010), mostrando que as empresas com altos índices de ativo, pagam mais dividendos.

Quanto aos resultados encontrados para Instabilidade das receitas, estes estão em consonância com o apontado em pesquisas anteriores, onde há relação negativa e alto grau de significância, indicando que receitas instáveis são sinais de dividendos reduzidos (VANCIN E PROCIANOY, 2014; VANCIN E PROCIANOY, 2015; VANCIN E PROCIANOY, 2016),

Para a variável ROA temos os estudos de Dante Junior e Ponte (2015), que indicaram esta variável como um dos fatores determinantes na Política de Dividendos ao evidenciarem um grau de confiança de 99%, no entanto, estes encontraram uma correlação negativa com a variação dependente. Já para Fonteles et al (2012) ficou evidenciado que ROA influencia o pagamento de dividendos positivamente, como constatado neste estudo, logo, empresas mais rentáveis pagam mais dividendos.

Quanto ao retorno do patrimônio líquido, representado pela variável ROE, esta também foi fortemente significativa e positiva (VANCIN E PROCIANOY, 2014), indicando o que a literatura já demonstrou, que quanto maior for o lucro do capital investido, maior será a distribuição de dividendos.

Em relação às variáveis objeto deste estudo ESOP e ESOPPD, a primeira não demonstrou ser significativa para dividendos, o que difere do que apontam os estudos de Geiler e Renneboog (2014), que defendem que empresas que adotaram o plano de opções de compra de ações distribuem menos dividendos, pois existe uma relação negativa entre *stock options* e dividendo e, para os autores, isto decorre da ideia de poder administrativo, já que o pagamento de dividendo altera o preço de mercado das ações, no entanto, na pesquisa dos autores, apesar de significativa, a correlação negativa entre *stock options* e dividendo é fraca.

Tem-se ainda, a pesquisa de Yermack (1997) que ao analisar o gerenciamento de informações relacionadas aos planos de opções por parte de administrados encontrou em uma de suas observações, que utilizava a variável dividendo, um resultado significativo para esta variável, onde evidenciava que CEOs exerciam o plano de opções no mesmo dia do anúncio da distribuição de dividendos.

Quanto a variável ESOPPD, que norteia nossa hipótese de pesquisa, esta apresentou-se positiva e significativa em um percentual de 95%; logo, para este modelo há uma associação positiva com a variável dependente dividendo, portanto, há evidências de que as empresas que possuem plano de opções de compra de ações protegidos de dividendos distribuem mais dividendos ou mantêm o seu nível de distribuição, fato que corrobora o resultado encontrado por Zhang (2018).

A autora também explorou a influência da proteção de dividendos sobre os planos de opções, e se haveria uma relação positiva não só com o nível de pagamento de dividendos, mas como também com o total de pagamentos feitos aos acionistas e a probabilidade de este ser maior se comparado com situações onde não haveria proteção. O período analisado foi 2000 a 2009, com 3.527 observações e 372 empresas, e em sua amostra, aproximadamente 50% das empresas utilizavam a

proteção de dividendos. A conclusão foi que variável de proteção de dividendos é positivamente significativa e extremamente importante na determinação da política de dividendos. Os resultados sugeriram que para as empresas protegidas de dividendos há um aumento, de pelo menos, 40% no nível de pagamento de dividendos.

Desta forma, os resultados da regressão apresentaram evidências de que há uma relação diretamente proporcional entre dividendos e plano de opções de compra de ações protegidos de dividendos e demonstra que as empresas que possuem tal remuneração distribuem mais dividendos, ou mantêm seu nível de distribuição, portanto, a hipótese nula de que empresas com plano de opções de compras protegido de dividendos tem menos restrição para a distribuição de dividendos não pode ser rejeitada, visto que a variável que determinava a proteção dos dividendos foi significativa.

4.3. RESULTADOS DA REGRESSÃO TOBIT

A amostra deste estudo é composta por companhias que pagaram dividendos e as que não pagaram, esta última ocupa 32% da amostra, por esta razão, pautado nos estudos de Forti et al (2014) optou-se também por observar o comportamento das variáveis na regressão Tobit. De acordo com o autor, o modelo é indicado para amostras censuradas em níveis superiores a 30% e como nossa amostra apresenta 32% é adequada a utilização do modelo. A tabela abaixo mostra o resultado da regressão e o comportamento da variável dependente (Proventos) e independentes:

TABELA 3: ANÁLISE DA REGRESSÃO TOBIT DOS DADOS NO PERÍODO DE 2010 A 2016 PARA O TESTE DE HIPÓTESE

Esta tabela mostra a análise da regressão Tobit referente a observação do período 2010 a 2016. A variável dependente é **PROV** e as demais são variáveis independentes. As variáveis de controle relativas a distribuição de dividendos: **ALAV** - Alavancagem Financeira; **CAPEX** - taxa de crescimento do ativo; **ENDIV** - dívidas de curto e longo prazo; **INST_REC** – instabilidade das receitas dos últimos quatro anos; **INVEST** - investimentos; **LIQ_COR** - Liquidez corrente; **PROFIT_G** - crescimento do lucro; **ROA** - retorno do ativo; **ROE** - retorno sobre patrimônio líquido; **LNAT** - logaritmo natural do tamanho da empresa; **GC** - níveis de Governança Corporativa; Variáveis independentes que norteiam este estudo são: **ESOP** - empresas que possuem plano de opções de compra de ações, que assume valor 0 para quem não possui e 1 para quem possui; **ESOPPD** - empresas que possuem plano de opções de compra de ações protegidos de dividendos, que assume valor 0 para quem não é protegido e 1 para quem é protegido. Dados em percentual.

A fórmula estatística para regressão: $PROV_{i,t} = \beta_i + \beta_1 ESOP_{i,t} + \beta_2 ESOPPD_{i,t} + \beta_3 VCD_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

Nota: ***, ** e * representam significância estatística de 1%, 5% e 10% respectivamente.

PROV	Coefficiente	Std. Err.	T	P > t	95% Conf. Intervalo	
ESOP	-0,000275	0,002843	-0,10	0,923	-0,00585	0,00530
ESOPPD	0,010715	0,004301	2,49	0,013**	0,00227	0,19151
ALAV	0,003123	0,000601	-0,52	0,603	-0,00086	0,00149
CAPEX	0,444989	0,020293	2,19	0,028**	0,00469	0,08429
ENDIV	-0,016892	0,004560	-3,70	0,000***	-0,02583	-0,00794
INST_REC	-0,016537	0,004302	-3,84	0,000***	-0,02497	-0,00809
INVEST	-0,343686	0,004561	-7,53	0,000***	-0,04331	-0,02542
LIQ_COR	0,002944	0,000980	3,00	0,003***	0,00102	0,00486
PROFIT_G	-0,001036	0,000251	-4,15	0,000***	-0,00153	-0,00055
ROA	0,238741	0,015132	15,78	0,000***	0,20906	0,26841
ROE	0,020594	0,002806	7,34	0,000***	0,15090	0,02609
LNAT	0,001604	0,000561	2,86	0,004***	0,00050	0,00270
PREJ	0,014706	0,003492	4,21	0,000***	0,00785	0,02155
GC	0,005434	0,002709	2,01	0,045**	0,00012	0,01074
_cons	-0,020416	0,009316	-2,19	0,029	-0,03868	-0,00214
Número de observações:		1990				
LR chi2 (13)		901,47				
Prob > chi2		0				
Pseudo R2		-0,3037				
614 observações censuradas						

Nesta regressão vemos uma quantidade maior de variáveis significativas de controle de dividendos, e estas foram: capex, endividamento, instabilidade das receitas, investimento, liquidez corrente, *profit growth*, ROA, ROE, tamanho da empresa (logaritmo natural do ativo total), prejuízo e governança corporativa. Temos ainda a variável independente ESOPDD, foco da hipótese de pesquisa como significativa e positivamente correlacionada com a variável dependente proventos.

O resultado alinha-se com o encontrado por Zhang (2018), onde a autora evidencia como responsáveis pela distribuição de dividendos as variáveis ROA e tamanho do ativo, apresentando uma associação significativa e positiva com dividendos. Já no trabalho de Vancin e Procianoy (2016), as variáveis determinantes de dividendo foram: instabilidade das receitas e investimento; ambas apresentaram uma relação negativa com dividendos e ROE e tamanho da empresa, sendo estas ligadas positivamente à remuneração dos acionistas.

Para Forti et al (2015), tamanho da empresa também foi positivamente significativo, além de *Profit Growth* e ROA. A divergência está na variável Capex, que nesta regressão revela coeficiente positivo e para estes autores, ela é negativamente relacionada à variável dependente. Os pesquisadores defendem que empresas com maiores níveis de investimento tendem a distribuir menos *Payout* (Dividendos/Lucro Líquido). Sendo possível observar uma associação positiva para altas distribuições de dividendos. É importante ressaltar que a métrica que utilizamos para a variável dependente foi: Dividendos + JCP/Ativo Total, fato que talvez possa explicar a divergência encontrada.

Apresentamos abaixo um quadro-resumo com as duas regressões que utilizamos neste trabalho: Regressão Múltipla e Regressão Tobit. Ambas se mostraram coerente com a amostra e em linha com seus resultados, demonstrando poucas divergências entre um resultado e outro.

TABELA 4: ANÁLISE DA REGRESSÃO MÚLTIPLA x REGRESSÃO TOBIT DOS DADOS NO PERÍODO DE 2010 A 2016 PARA O TESTE DE HIPÓTESE

Esta tabela mostra a análise da regressão Múltipla e a Regressão Tobit referente a observação do período 2010 a 2016. A variável dependente é **PROV** e as demais são variáveis independentes. As variáveis de controle relativas a distribuição de dividendos: **ALAV** - Alavancagem Financeira; **CAPEX** - taxa de crescimento do ativo; **ENDIV** - dívidas de curto e longo prazo; **INST_REC** – instabilidade das receitas dos últimos quatro anos; **INVEST** - investimentos; **LIQ_COR** - Liquidez corrente; **PROFIT_G** - crescimento do lucro; **ROA** - retorno do ativo; **ROE** - retorno sobre patrimônio líquido; **LNAT** - logaritmo natural do tamanho da empresa; **GC** - níveis de Governança Corporativa; Variáveis independentes que norteiam este estudo são: **ESOP** - empresas que possuem plano de opções de compra de ações, que assume valor 0 para quem não possui e 1 para quem possui; **ESOPPD** - empresas que possuem plano de opções de compra de ações protegidos de dividendos, que assume valor 0 para quem não é protegido e 1 para quem é protegido. Dados em percentual.

A fórmula estatística para regressão: $PROV_{i,t} = \beta_i + \beta_1 ESOP_{i,t} + \beta_2 ESOPPD_{i,t} + \beta_3 VCD_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

Nota: ***, ** e * representam significância estatística de 1%, 5% e 10% respectivamente.

PROV	Regressão Múltipla		Regressão Tobit	
	Coefficiente	P > t	Coefficiente	P > t
ESOP	-0,000497	0,831	-0,000275	0,923
ESOPPD	0,007540	0,038**	0,010715	0,013**
ALAV	0,000072	0,857	0,000312	0,603
CAPEX	0,210388	0,177	0,444989	0,028**
ENDIV	0,004343	0,000***	-0,016892	0,000***
INST_REC	-0,004951	0,078**	-0,016537	0,000***
INVEST	-0,022877	0,000***	-0,343686	0,000***
LIQ_COR	0,003198	0,000***	0,002944	0,003***
PROFIT_G	0,000045	0,809	-0,001036	0,000***
ROA	0,059043	0,000***	0,238741	0,000***
ROE	0,010974	0,000***	0,020594	0,000***
LNAT	-0,000762	0,092*	0,001604	0,004***
PREJ	0,014871	0,000***	0,014706	0,000***
GC	0,002613	0,237	0,005434	0,045**
_cons	0,019764	0,177	-0,020416	0,002

Outra diferença entre os dois modelos está na variável Endividamento, onde era esperado um sinal negativo e este é refletido apenas no modelo de regressão Tobit, estando, portanto, de acordo com a literatura de Vancin e Procinanoy (2014). No ROA percebemos que, tanto na regressão múltipla, quanto a regressão Tobit, o coeficiente é positivo, fato que se coaduna com a literatura, que defende que esta associação com a variável dividendos realmente é positiva, podemos verificar em Fonteles (2012), Santana (2006), que trabalharam com regressões múltiplas e Zhang (2018) e Forti et al (2015) que utilizaram regressão Tobit. Todos encontraram uma associação positiva entre ROA e dividendos.

Por esta razão, demonstramos, de acordo com a literatura de determinantes de dividendos, que o Modelo Tobit conseguiu reproduzir os sinais esperados dos coeficientes e explicar melhor as variáveis de controle que determinam o pagamento de tal provento. No entanto, a regressão múltipla não deve ser desconsiderada, pois é amplamente utilizada nas pesquisas (VANCIN E PROCIANOY, 2014; VANCIN E PROCIANOY, 2015; SANTANA, 2006; PATRA ET AL, 2012), sendo a base de dados da pesquisa composta por empresas em perfis financeiros muito distintos.

Nas duas regressões podemos constatar que a variável objeto deste estudo, ESOPPD, revela-se significativa e positivamente relacionada com a variável dependente Proventos. Com isso, evidenciamos que a hipótese nula não deve ser rejeitada, pois existe influência na proteção de dividendos de um plano de *stock options* para determinar a distribuição de dividendos e JCP.

Ainda, para analisar as possíveis variações dos resultados apontados, optou-se por construir um modelo de regressão Tobit, controlando-o por ano (2010 a 2016) e setor, dentre eles: comércio, mineração, petróleo e gás, telecomunicações, papel e celulose, finanças e energia elétrica. Os resultados são apresentados na Tabela 5.

**TABELA 5: ANÁLISE DA REGRESSÃO TOBIT DOS DADOS NO PERÍODO DE 2010 A 2016
PARA O TESTE DE HIPÓTESE – CONTROLE POR ANO E SETOR**

Esta tabela mostra a análise da regressão Tobit referente a observação do período 2010 a 2016. A variável dependente é **PROV** e as demais são variáveis independentes. As variáveis de controle relativas a distribuição de dividendos: **ALAV** - Alavancagem Financeira; **CAPEX** - taxa de crescimento do ativo; **ENDIV** - dívidas de curto e longo prazo; **INST_REC** – instabilidade das receitas dos últimos quatro anos; **INVEST** - investimentos; **LIQ_COR** - Liquidez corrente; **PROFIT_G** - crescimento do lucro; **ROA** - retorno do ativo; **ROE** - retorno sobre patrimônio líquido; **LNAT** - logaritmo natural do tamanho da empresa; **GC** - níveis de Governança Corporativa; Variáveis independentes que norteiam este estudo são: **ESOP** - empresas que possuem plano de opções de compra de ações, que assume valor 0 para quem não possui e 1 para quem possui; **ESOPPD** - empresas que possuem plano de opções de compra de ações protegidos de dividendos, que assume valor 0 para quem não é protegido e 1 para quem é protegido. Controlados por ano e setor. Dados em percentual.

A fórmula estatística para regressão: $PROV_{i,t} = \beta_i + \beta_1 ESOP_{i,t} + \beta_2 ESOPPD_{i,t} + \beta_3 VCD_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

Nota: ***, ** e * representam significância estatística de 1%, 5% e 10% respectivamente.

PROV	COM controle setor/ano		SEM controle setor/ano	
	Coefficiente	P > t	Coefficiente	P > t
ESOP	0,0041628	0,158	-0,000275	0,923
ESOPPD	0,0125273	0,003***	0,010715	0,013**
ALAV	0,0001103	0,852	0,000312	0,0603
CAPEX	0,0008813	0,966	-0,044498	0,028**
ENDIV	-0,0125637	0,004***	-0,016892	0,000***
INST_REC	-0,0153052	0,000***	-0,016537	0,000***
INVEST	-0,0341276	0,000***	-0,343686	0,000***
LIQ_COR	0,0050312	0,000***	0,002944	0,003**
PROFIT_G	-0,0011043	0,000***	-0,001036	0,000***
ROA	0,2287325	0,000***	0,238741	0,000***
ROE	0,019311	0,000***	0,020594	0,000***
LNAT	0,001517	0,016**	0,001604	0,004**
PREJ	0,0122672	0,000***	0,014706	0,000***
GC	0,0037249	0,171	0,005434	0,045**
_cons	-0,0148691	0,237	-0,020416	0,029

Ao controlar a variabilidade por ano e setor, nota-se que as variáveis explicativas CAPEX e GC deixaram de ser significativas, já LIQ_COR torna-se ainda mais significativas, quanto as demais variáveis (ENDIV, INST_REC, INVEST, PROTIF_G, ROA, ROE, LNAT e PREJ), estas continuam significativas em relação a variável proventos, mesmo com o controle de variabilidade para ano e setor.

Denota-se ainda, que a variável foco da pesquisa, ESOPPD mantém sua relação positiva e significativa com a variável dependente Proventos, logo, os resultados apontam, que mesmo com o controle por ano e setor, existe uma relação entre proventos e plano de opções protegidos de dividendos.

4.4. ANÁLISE DOS PLANOS DE OPÇÕES DE COMPRA DE AÇÕES

Analizamos ainda as empresas que concederam ou que ainda tinham plano de opções de ações em vigor no ano de 2016, estas totalizaram 117. Na análise observamos as seguintes características dos planos de *stock options*:

- Empresas que remuneram com *stock options* e empresas que remuneram com *stock options* e outros planos de remuneração variável de longo prazo;
- Os beneficiários dos planos de opções de compras de ações;
- Se o plano está inserido na política como remuneração ou não;
- Se as empresas exigiram alguma condição específica para a concessão do plano de opções de compras de ações, como permanência na empresa, impedimento de vender as ações após o exercício (*lock-up*) e utilização de bônus e PLR;
- O prazo médio de vigência do plano de opções de compras de ações;
- Análise de cláusulas que indicam plano de opções de compra de ações protegido de dividendos;

Ao analisar os planos de opções de compra de ações foi possível constatar que as companhias continuam utilizando a remuneração variável de longo prazo para motivar e reter seus funcionários. No ano de 2016 observamos que 91 empresas usaram apenas ESOP e, deste total, 17 delas valeram-se da proteção de dividendos com o intuito de eliminar os efeitos da distribuição de dividendos e JCP no preço de exercício das ações. As demais companhias utilizaram mecanismos como ações restritas, *phantom shares*, *matching* e outros tipos de remuneração.

Quanto aos beneficiários, em geral os planos de opções de compra de ações são direcionados a altos executivos, mas tem crescido o número de empresas que o adotam também para empregados de cargos em geral, objetivando a retenção de talentos (CORE E GUAY, 2000).

Analisando o item 13.4 do formulário de referência, letra “a” – Beneficiário, concluiu-se que, no ano de 2016, 75 empresas direcionaram seu plano de opções de compras de ações para Administradores, empregados e prestadores de serviços da companhia e/ou sociedades sob seu controle, e apenas, 39 empresas destinaram aos Diretores, Gerentes e Conselho administrativo e indicados pela Empresa e 03 companhias não informaram seus beneficiários.

Para os planos que são considerados remuneração ou não, para o ano de 2016, temos 69 empresas que informam no formulário de referência que o plano de opções estava inserido na política de remuneração variável, seja de curto ou longo prazo. As empresas que declararam que o plano de opções é um instrumento incentivador e/ou não têm qualquer relação nem está vinculado à sua remuneração, fixa ou variável, totalizaram 46 empresas.

Este item é importante, pois tem-se discutido amplamente a tributação dos planos de *stock options* quando há ganho para o beneficiário. Se ele é considerado remuneração, as autoridades fiscais entendem que deveria ser tributado pelo imposto de renda e pela contribuição previdenciária (Acórdãos 2301-005.006 de 09/05/2017 e 9202-005.443 de 23/05/2017).

Já em relação a condições de concessão do plano, temos 102 empresas que não estipulam condições específicas aos seus planos, sendo estes vinculados apenas a desempenho e permanência na empresa. As empresas que atrelam os planos a cláusulas de *lock-up* superiores a seis meses, além do desempenho do beneficiário somam 09 companhias e apenas 06 empresas vinculam o plano à utilização de PLR, bônus e/ou dividendos recebidos.

Os planos de opções de compra de ações podem ainda, ser considerados remuneração variável de longo prazo devido ao *vesting* do plano, que levam em média de 05 a 07 anos para serem aptos ao exercício. Da análise feita, verificamos que 92 empresas possuem planos que duram em torno de 1 a 7 anos. E em apenas 21 casos temos planos com prazos superiores e em 04 empresas não encontramos esta informação no Formulário de referências.

Quanto à cláusula que indica se o plano de opções de ações é protegido ou não, no Brasil este tipo de informação deveria constar no item 13.4 do formulário de referências, mais especificamente, na letra “i” ou “j” do documento, onde constam os critérios para fixação do preço de aquisição ou exercício das ações. No ano de 2016 encontramos 29 empresas que possuem planos de opções de compra protegidos de dividendos.

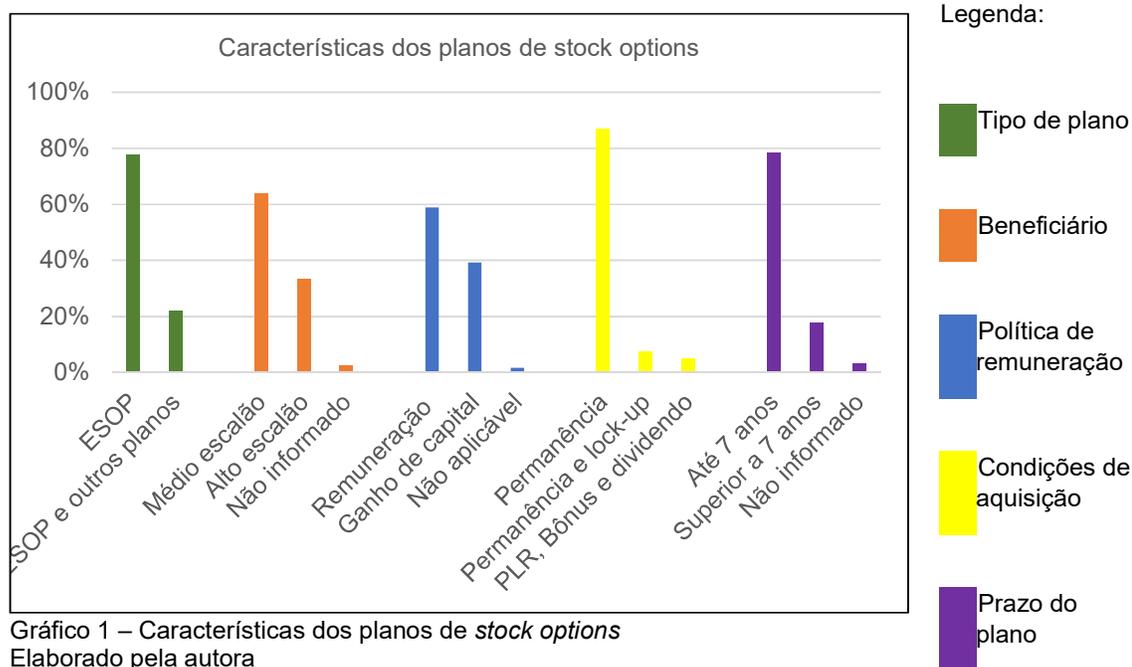
No que tange à cláusula de proteção, a empresa Ambev informou claramente a opção pela proteção de dividendos, tratando de tal questão no item 13.8, que estabelece as informações necessárias para precificação do valor das ações e das opções conforme reprodução abaixo da cláusula que consta no formulário de referências:

FR 13.8 - (parte Dividendos esperados)

No entanto, como algumas opções concedidas são protegidas em relação aos dividendos, isto é, têm desconto de seu preço de exercício os valores dos dividendos e juros sobre o capital próprio pagos por ação correspondente, nesses casos foi considerado que a taxa de distribuição de dividendos é igual a zero, para fins de cálculo do valor justo das opções.

As demais empresas não têm uma cláusula tão explícita quanto à proteção de dividendos, comumente utilizam uma redação que menciona a redução no preço do exercício ou ajuste devido a dividendos e/ou juros sobre capital próprio.

Quanto às características gerais dos planos, temos o gráfico abaixo que demonstra, resumidamente, os principais pontos do *stock option* em 2016:



5. CONCLUSÃO

O plano de opção de compra de ações, também conhecido como *stock options* tem sido muito difundido nos Estados Unidos. No Brasil, esta remuneração variável de longo prazo baseada em ações foi introduzida na década de cinquenta e representa uma opção crescente para as companhias brasileiras.

As empresas que têm utilizado o *stock options* o adotam como uma medida para avaliar o desempenho e para reter funcionários e/ou administradores, ou ainda, para alinhar o interesse destes aos dos acionistas.

Com o objetivo de investigar a relação entre dividendos e plano de opções de ações protegidos de dividendos, realizou-se uma pesquisa tendo como variável dependente o valor do dividendo e JCP distribuídos no ano corrente e algumas várias de controle abordadas em pesquisa que focaram nas determinantes da política de dividendos.

A variável independente que foi chave da pesquisa foi *stock option* protegido de dividendo (ESOPPD) que tinha o intuito de verificar se existe influência do plano de opção de compra de ações protegido de dividendos para a determinação de distribuição de dividendos. Utilizou-se como método de avaliação a Regressão Múltipla e a Regressão Tobit.

Para a variável ESOPPD os resultados encontrados apontam uma relação positiva. Em relação à significância, nos dois modelos são significativas em 95%. Logo, com base neste resultado, temos evidenciado que para as empresas que possuem plano de opções de compra de ações protegidos de dividendos há um aumento na distribuição de dividendos.

É possível perceber que no Brasil ainda não há uma adesão à proteção dos planos de opções de ações contra os efeitos dos dividendos, muitas vezes, por falta de conhecimento da própria companhia e noutras por falta de informação sobre o que se refere a proteção, portanto, este deveria ser um item claro e obrigatório informar no formulário de referência.

Ressalta-se ainda, a falta de clareza frente as questões tributárias para os planos de opções de ações, ainda não tendo sido definido se estão são ou não remuneração quanto há ganho para os beneficiários, prejudicando com isso, a própria adesão em massa pelas empresas ao *stock options*. Trazendo, portanto, prejuízo aos acionistas, companhias e beneficiários, pois este tipo de plano tem sido em alguns países importante ferramenta de retenção de profissionais qualificados além de dirimir os conflitos de agência (acionistas x administradores).

Os resultados divergentes desta pesquisa, se comparado a outras literaturas, impulsionam recomendações para novos trabalhos empíricos referentes ao plano de opções de compra de ações no Brasil, principalmente porque este ainda é um tema pouco explorado.

Em relação as características dos planos de opções de compra de ações no Brasil, constatamos que a maioria das empresas ainda utiliza apenas o *stock options*, visam como beneficiário posições de médio escalão (administradores, gerentes e prestadores de serviço) e enquadram o plano em sua política de remuneração, apesar de termos companhias que divergem neste sentido, considerando a remuneração oriunda do plano como ganho de capital. A vigência destes planos é em média de sete anos e não é estabelecido a seus beneficiários condições específicas de aquisição, devendo observar a permanência na companhia e métricas de desempenho.

Dentre as sugestões, tem-se a necessidade de averiguar: (i) se as empresas brasileiras estão cientes do conflito entre acionistas e dividendos e que a adoção dos planos de opções de compra de ações pode não solucionar esta questão se não forem protegidos de dividendos; (ii) se as empresas conhecem o efeito que a distribuição de dividendos acarreta nas ações e em consequência nos planos de *stock options*; (iii) se esta remuneração variável de longo prazo deve ser considerada como remuneração ou ganho de capital e a análise da tributação previdência e de imposto renda conforme a sua natureza e por fim, a dedutibilidade para fins de IRPJ e CSLL quando do exercício do plano após o advento da Lei nº 12.973/14.

REFERÊNCIAS

- ABOODY, David; KASZNIK, Ron. Executive stock-based compensation and firms cash payout: the role of shareholders tax-related payout preferences. **Review of Accounting Studies**, v. 13, n. 2-3, p. 215-251, 2008.
- ALMEIDA, Juan Carlos Goes de; SCALZER, Rodrigo Simonassi; COSTA, Fábio Moraes da. Níveis diferenciados de governança corporativa e grau de conservadorismo: estudo empírico em companhias abertas listadas na Bovespa. **Revista de Contabilidade e Organizações – FEARP/USP**, v. 2, n. 2, p. 118-131, 2008.
- ALMEIDA, Luis Antonio Gomes; TAVARES, Fernando Oliveira; PEREIRA, Elisabeth Teixeira. Determinantes da política de dividendos em Portugal. **Revista Universo Contábil**, v. 10, n. 4, p. 162-181, 2014.
- ARNOLD, Markus C.; GILLENKIRCH, Robert M. **Stock options as incentive contracts and dividend policy**, 2002.
- BOYD, Tristan; BROWN, Philip; SZIMAYER, Alex. What determines early exercise of employee stock options in Australia? **Accounting & Finance**, v. 47, n. 2, p. 165-185, 2007.
- CANIL, Jean. Non-dividend protected executive options and dividend policy: evidence from SFAS 123R. **Journal of Corporate Finance**, v. 44, p. 15-33, 2017.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. CPC 10 (R1) – Pagamento baseado em ações. In: CPC. **Comitê de Pronunciamentos Contábeis**. Brasília: CPC, 2010.
- CORE, John E.; GUAY, Wayne R. Stock option plans for non-executive employees. **Journal of Financial Economics**, v. 61, n. 2, p. 253-287, 2001.
- CUNY, Charles J.; MARTIN, Gerald S.; PUTHENPURACKAL, John J. Stock options and total payout. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 44, n. 2, p. 391-410, 2009.
- DANTE JUNIOR, Baiardo Cavalcante Viana; PONTE, Vera Maria Rodrigues. **Fatores determinantes da política de dividendos: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e norte-americanas**. 1º Congresso da UNB de Contabilidade e Governança, 2015.
- DIAS, Warley de Oliveira. **Remuneração Variável nas empresas brasileiras: estudo de determinantes da utilização de stock options**. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, MG, Brasil, 2010.
- FONTELES, Islane Vidal; JÚNIOR, Cláudio Azevedo Peixoto; VASCONCELOS, Alessandra Carvalho; LUCA, Márcia Martins Mendes de. Política de dividendos das

empresas participantes do índice dividendos da BM&Bovespa. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 23, n. 3, p. 173-204, 2012.

FORTI, Cristiano Augusto Borges; PEIXOTO, Fernanda Maciel; ALVES, Denis Lima e. Fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil. **Revista de Contabilidade & Finanças - USP**, v. 26, n. 68, p. 167-180, 2015.

GALDI, Fernando Caio; CARVALHO L. Nelson. Remuneração em opções de ações: o SFAS 123 revisado. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 17, n. spe, p. 23-35, 2006.

GEILER, Philipp; RENNEBOOG, Marc. **Executive remuneration and the payout decision**. European Corporate Governance Institute (Finance Working paper), 420, 2014.

HALL, Brian J.; MURPHY, Kevin J. The trouble with stock options. **Journal of Economic Perspectives**, v. 17, n. 3, p. 49-70, 2003.

MADRID, Elena Merino. **Stock options: una visión jurídica, económica, financiera y contable**. IV Premio ASEPUC de tesis doctorales, 2008.

MARCON, Rosilene; GODO, Christiane Kleinubing. Desempenho financeiro das empresas e remuneração por stock options: um estudo multissetorial. **Revista de Administração Faces Journal**, v. 3, n. 1, p. 59-76, 2004.

MARTINS, Fernando Alberto Ornelas. Dividendos e prejuízos: a evidência mediterrânica. Porto: U. Porto, 2009. 96. Dissertação de Mestrado em Finanças – Universidade do Porto, 2009.

MARTINS, Andressa Lovine; FAMÁ, Rubens. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre a política de dividendos? **Revista de Administração de Empresas – RAE**, v. 52, n. 1, p. 24-39, 2012.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

_____. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **The American Economic Review**, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.

MOTA, Daniel Camarotto; WILLIAM JUNIOR, Eid. Dividendos, Juros sobre capital próprio e Recompra de ações: um mecanismo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. In: XXXI Encontro da Anpad. **Anais...** Anpad, 2007.

MOURA, Geovanne Dias de; PADILHA, Edilson Sidnei; SILVA, Tarcísio Pedro da. Fatores determinantes para adoção de planos de opções em companhias abertas brasileiras. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (Repec)**, v. 10, n. 3, p. 272-288, 2016.

PATRA, Theophano; POSHAKWALE, Sunil; OW-YOUNG, Kean. Determinants of corporate dividend policy in Greece. **Applied Financial Economics**, v. 22, n. 13, p. 1079-1087, 2012.

PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro; LOPES, Bruno de Souza; Silveira, Alexandre Di Miceli. Plano de opções de compras de ações e valor das companhias brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 10, n. 1, p. 105-147, 2012.

RAMOS, Fernando Maciel; GOLLO, Vanderlei; DIEL, Fábio José; KLANN, Roberto Carlos. Determinantes del pago de intereses sobre remuneración del capital próprio de las empresas brasileñas listadas em la revista Exame Maiores e Melhores. **Revista Alcance**, v. 22, n. 2, p. 230-242, 2015.

SANTANA, Luciene. **Relação entre dividend yield e retorno das ações abordando aspectos determinantes da política de dividendos**: um estudo empírico em empresas com ações negociadas na Bovespa. Dissertação de mestrado da Fundação Instituto Capixaba de pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças – FUCAPE, 2006.

SANTOS, Ariovaldo dos; SALOTTI, Bruno M. Juros sobre o capital próprio – pesquisa empírica para avaliação do nível de conhecimento das empresas sobre sua utilização. **UnB Contábil**, v. 10, n. 2, p. 97-118, 2007.

SANTOS, Thaisa Renata dos. Remuneração de executivos: uma análise dos artigos nacionais e internacionais na última década. In: XXII Congresso Brasileiro de Custos, 2016.

SHLEIFER, Andrej; VISHNY, Robert. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v.LII, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVEIRA, Márcia Adriana da. Gerenciamento de resultados e opções de ações: uma pesquisa em companhias abertas no Brasil. In: 6º Congresso USP – Controladoria e Contabilidade, 2006.

STRÖHER, Jéferson Rodrigo; MORAIS, Igor Alexandre Clemente de; MACÊDO, Guilherme Ribeiro de. **RGSN – Revista Gestão, Sustentabilidade e Negócios**, v. 5, n. 2, p. 37-61, 2017.

VANCIN, Daniel Francisco; PROCIANOY, Jairo Laser. Os fatores determinantes do pagamento de dividendo: um approach inovador. In: XXXVIII Encontro da ANPAD. **Anais...** Anpad, 2014.

_____. Índices contábeis e a decisão do pagamento de dividendos. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 13, n. 28, p. 57-80, 2016.

_____. Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: o efeito do Obrigatório Mínimo legal e contratual nas empresas brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 14, n. 1, p. 89-123, 2016.

YERMACK, David. Good Timing: CEO stock option awards and company news announcements. **The journal of finance**, v. 53, n. 2, 449-476, 1997.

ZHANG, Danielle. CEO Dividend protection. **Journal of Empirical Finance**, v. 45, n. 1, p. 194-2011, 2018.

WANDERLEY JÚNIOR, Ottoni Ferreira; NAKAMURA, Wilson Toshiro; MARTIN, Diógenes Manoel Leiva; BASTOS, Douglas Dias. Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na Bovespa. **Facep Pesquisa**, v. 13, n. 2, p. 190-203, 2010.

APÊNDICE A – Empresas analisadas:

Aco Altona	Bradespar	Cosan Log	Eucatex
AES Elpa	Brasilagro	Cosan Ltd	Even
AES Tiete	Braskem	Cosern	Evora
AES Tiete E	Brazilian Fr	Coteminas	Excelsior
Afluyente	BRF SA	CPFL Energia	Eztec
Afluyente T	Buettner	CPFL Renovav	Fab C Renaux
AGconcessoes	Cacique	Cr2	Fer Heringer
Agpart	Caf Brasilia	Cremer	Ferbasa
Agrenco	Cambuci	Cristal	Fibria
Alfa Consor	Casan	Csu Cardsyst	Fleury
Alfa Holding	CC Des Imob	Cvc Brasil	Forja Taurus
Aliansce	CCR SA	Cyre Com-Ccp	Fras-Le
Aliperti	Ceb	Cyrela Realt	Gafisa
All Norte	Cedae	Dasa	Generalshopp
Allis Part	Cedro	DHB	Ger Paranap
Alpargatas	Ceee-D	Digitel S/A Ind Eletr	Gerdau
Altus S/A	Ceee-Gt	Dimed	Gerdau Met
Alupar	Celesc	Direcional	Gol
Ambev S/A	Celgpar	Doc Imbituba	GP Invest
Amil	Celpa	Docas	GPC Part
Ampla Energ	Celpe	Dohler	Grazziotin
Ampla Invest	Celul Irani	Dommo	Grendene
Anhanguera	Cemar	Dtcom Direct	Guararapes
Anima	Cemig	Dufry AG	Habitasul
Araucaria	Cesp	Duratex	Helbor
Arezzo Co	Cetip	Ecorodovias	Hercules
Azevedo	Chiarelli	Elekeiroz	Hidrovias do Brasil
B2W Digital	Cia de Agua e Esgoto do Ceara	Elektro	Hoteis Othon
B3	Cia Hering	Eletobras	Hypera
Banrisul Armazens Gerais	Cia Hidro Eletrica S.Francisco	Eletropaulo	Ideiasnet
Bardella	Cielo	Emae	Ienergia
Basel Participacoes	Claro Telecom Part S/A	Embraer	IGB S/A
Battistella	Cobrasma	Embratel Part	Igua SA
Baumer	Coelba	Empreend Pague Menos	Iguacu Cafe
Bematech	Coelce	Encorpar	Iguatemi
BHG	Comercial Quintella Com Exp	Energias BR	Imc Holdings
Bic Monark	Comgas	Energisa	Inbrands SA
Biosev	Conc Rio Ter	Energisa Mt	Ind Cataguas
Bombriil	Confab	Eneva	Inds Romi
BR Brokers	Conpel Cia Nordestina Papel	Engie Brasil	Inepar
BR Insurance	Const A Lind	Equatorial	Invepar
BR Malls Par	Copasa	Estacio Part	Investco S/A
BR Pharma	Copel	Estrela	lochp-Maxion
BR Propert	Cosan	Eternit	Itausa

APÊNDICE A – Empresas analisadas:

Itautec	Metisa	Qgep Part	Taesa	Wembley
Ivi	Mills	Qualicorp	Tam S/A	Wetzel S/A
JBS	Minasmaquinas	Quality Soft	Tarpon Inv	Whirlpool Wilson Sons WIm Ind Com
Jereissati	Minerva	RaiaDrogasil	Technos	
JHSF Part	Minupar	Randon Part	Tecnisa	
Joao Fortes	MMX Miner	Rasip Agro	Tectoy	Yara Brasil
Josapar	Mont Aranha	Recrusul	Tegma	
JSL	Mrs Logist	Rede Energia	Teka	
Karsten	MRV	Redecard	Tekno	
Kepler Weber	Multiplan	Renova	Tele Nort Cl	
Klabin S/A	Multiplus	Riosulense	Telebras	
Kroton	Mundial	Rni	Telef Brasil	
La Fonte Tel	Nadir Figuei	Rossi Resid	Telemar	
Laep	Natura	Rumo S.A.	Telemar N L	
Le Lis Blanc	Neoenergia	Sabesp	Tempo Part	
LF Tel	Net	Sanasa	Tenda	
Light S/A	Nortcquimica	Sanepar	Tereos	
Linx	Oderich	Santanense	Term. Port da Ponta Felix	
Liq	Odontoprev	Santher	Terra Santa	
Litel	Oi	Santos Bras	Tim Part S/A	
Lix da Cunha	Omega Ger	Santos Brp	Time For Fun	
Localiza	OSX Brasil	Sao Carlos	Totvs	
Locamerica	P.Acucar-Cbd	Sao Martinho	Tran Paulist	
Log-In	Panatlantica	Saraiva Livr	Trevisa	
Lojas Americ	Par Al Bahia	Sauipe	Trisul	
Lojas Hering	Paranapanema	Schlosser	Triunfo Part	
Lojas Marisa	Partic. Ind do Nordeste	Schulz	Tupy	
Lojas Renner	PDG Realt	Senior Sol	Ultrapar	
Lopes Brasil	Pet Manguinh	Ser Educa	Unicasa	
Lupatech	Petrobras	Sergen	Unidas SA	
M G Poliest	Petrorio	Sid Nacional	Unipar	
M.Diasbranco	Pettenati	Sierrabrasil	Uol	
Magaz Luiza	Plascar Part	SLC Agricola	Usiminas	
Magnesita SA	Pomifrutas	Smiles	Vale	
Mangels Indl	Portobello	Somos Educa	Valid	
Marcopolo	Portuense Ferragens	Sondotecnica	VBC Energia	
Marfrig	Positivo Tec	Souza Cruz	Viavarejo	
Marisol	Pq Hopi Hari	Springer	Vicunha Text	
Melhor SP	Pro Metalurg	Springs	Vigor Food	
Mendes Jr	Profarma	Statkraft	Viver	
Met Duque	Proman	Sul America	Vivo	
Metal Leve	Pronor	Sultepa	Vix Logistica S/A	
Metalfrio	Providencia	Suzano Hold	Vulcabras	
Metanor	Prumo	Suzano Papel	Weg	

APÊNDICE B – Empresas com plano de opções de compra de ações em ao menos um ano durante o período de 2010 a 2016:

Empresa	Setor	Empresa	Setor
Agrenco	Agro e Pesca	Eletropaulo	Energia Elétrica
Aliansce	Outros	Embraer	Veiculos e peças
Allis Part	Outros	Eneva	Energia Elétrica
Alpargatas	Textil	Equatorial	Energia Elétrica
Ambev S/A	Alimentos e Beb	Estacio Part	Outros
Amil	Outros	Even	Construção
Anhanguera	Outros	Eztec	Construção
Anima	Outros	Gafisa	Construção
B2W Digital	Comércio	Gerdau Met	Siderur & Metalur
B3	Finanças e Seguros	Gol	Transporte Serviç
BHG	Outros	GP Invest	Outros
BR Brokers	Outros	Grazziotin	Comércio
BR Insurance	Finanças e Seguros	Grendene	Textil
BR Malls Par	Outros	Hidroviás do Brasil	Transporte Serviç
BR Pharma	Comércio	Hypera	Outros
BR Propert	Outros	Ideiasnet	Outros
Brasilagro	Agro e Pesca	Iguatemi	Outros
Brazilian Fr	Outros	Imc Holdings	Comércio
BRF SA	Alimentos e Beb	Inbrands SA	Comércio
CC Des Imob	Construção	lochp-Maxion	Veiculos e peças
Cemar	Energia Elétrica	JBS	Alimentos e Beb
Cetip	Finanças e Seguros	JHSF Part	Construção
Cia Hering	Textil	JSL	Transporte Serviç
Cielo	Software e Dados	Kroton	Outros
Cosan	Alimentos e Beb	Laep	Alimentos e Beb
Cosan Log	Transporte Serviç	Light S/A	Energia Elétrica
CPFL Renovav	Energia Elétrica	Linx	Software e Dados
Cr2	Construção	Contax - Liq	Outros
Cremer	Outros	Localiza	Outros
Csu Cardsyst	Outros	Locamerica	Outros
Cvc Brasil	Transporte Serviç	Lojas Americ	Comércio
Cyre Com-Ccp	Outros	Lojas Marisa	Comércio
Cyrela Realt	Construção	Lojas Renner	Comércio
Dasa	Outros	Lopes Brasil	Outros
Direcional	Construção	Lupatech	Siderur & Metalur
Duratex	Outros	Magaz Luiza	Comércio
Ecorodovias	Transporte Serviç	Magnesita SA	Mineração
Elekeiroz	Química	Marcopolo	Veiculos e peças
Elektro	Energia Elétrica	Marfrig	Alimentos e Beb

APÊNDICE B – Empresas com plano de opções de compra de ações em ao menos um ano durante o período de 2010 a 2016:

Empresa	Setor	Empresa	Setor
Metalfrio	Máquinas Indust	Telemar N L	Telecomunicações
Mills	Outros	Tempo Part	Outros
Minerva	Alimentos e Beb	Terra Santa	Outros
MRV	Construção	Time For Fun	Outros
Multiplan	Outros	Totvs	Software e Dados
Multiplus	Outros	Trisul	Construção
Natura	Comércio	Triunfo Part	Transporte Serviç
Odontoprev	Outros	Valid	Outros
Omega Ger	Outros	Viavarejo	Comércio
OSX Brasil	Veiculos e peças	Vigor Food	Alimentos e Beb
P.Acucar-Cbd	Comércio	Viver	Construção
PDG Realt	Construção	Whirlpool	Eletroeletrônicos
Petrorio	Petróleo e Gas		
Plascar Part	Veiculos e peças		
Positivo Tec	Eletroeletrônicos		
Providencia	Química		
Prumo	Outros		
Qgep Part	Petróleo e Gas		
Qualicorp	Outros		
RaiaDrogasil	Comércio		
Redecard	Software e Dados		
Renova	Energia Elétrica		
Rni	Construção		
Rossi Resid	Construção		
Rumo S.A.	Transporte Serviç		
Santos Brp	Transporte Serviç		
Sao Carlos	Outros		
Sao Martinho	Alimentos e Beb		
Saraiva Livr	Outros		
SLC Agricola	Agro e Pesca		
Smiles	Outros		
Somos Educa	Outros		
Sul America	Finanças e Seguros		
Suzano Papel	Papel e Celulose		
Tam S/A	Transporte Serviç		
Tarpon Inv	Finanças e Seguros		
Technos	Outros		
Tecnisa	Construção		
Telemar	Telecomunicações		

APÊNDICE C – Empresas com plano de opções de compra de ações protegidos de dividendos em ao menos um ano durante o período de 2010 a 2016:

Empresa	Setor
Ambev S/A	Alimentos e Bebidas
B3	Finanças e Seguros
BRF SA	Alimentos e Bebidas
Cetip	Finanças e Seguros
Contax - Liq	Outros
Cosan	Alimentos e Bebidas
Cosan Log	Transporte Serviços
Cr2	Construção
Cremer	Outros
Direcional	Construção
Duratex	Outros
Equatorial	Energia Elétrica
Estacio Part	Outros
Gafisa	Construção
Hypera	Outros
Iguatemi	Outros
Imc Holdings	Comércio
Light S/A	Energia Elétrica
Lojas Marisa	Comércio
Magnesita SA	Mineração
Natura	Comércio
Odontoprev	Outros
PDG Realt	Construção
Positivo Tec	Eletroeletrônicos
Rumo S.A.	Transporte Serviços
Sao Carlos	Outros
Saraiva Livr	Outros
Smiles	Outros
Suzano Papel	Papel e Celulose
Tam S/A	Transporte Serviços
Technos	Outros
Telemar	Telecomunicações
Telemar N L	Telecomunicações
Tenda	Construção
Usiminas	Siderurgia & Metalurgia

APÊNDICE D – Empresas que pagaram dividendos e/ou JCP em ao menos um ano durante o período de 2010 a 2016:

Aco Altona	Ceb	Elektro
AES Elpa	Cedro	Eletrobras
AES Tiete	Celesc	Eletropaulo
AES Tiete E	Celgpar	Emae
Afluyente	Celpa	Embraer
Afluyente T	Celpe	Embratel Part
AGconcessoes	Celul Irani	Empreend Pague Menos
Agpart	Cemar	Encorpar
Alfa Consorc	Cemig	Energias BR
Alfa Holding	Cesp	Energisa
Aliansce	Cetip	Energisa Mt
Aliperti	Cia Hering	Eneva
All Norte	Cielo	Engie Brasil
Alpargatas	Coelba	Equatorial
Alupar	Coelce	Estacio Part
Ambev S/A	Comgas Conc Rio Ter	Eternit
Amil		Eucatex
Ampla Energ	Confab Const A Lind	Even
Ampla Invest		Evora
Anhanguera	Copasa	Excelsior
Anima	Copel	Eztec
Arezzo Co	Cosan	Ferbasa
Azevedo	Cosan Log	Fibria
B2W Digital	Cosan Ltd	Fleury
B3	Cosern	Forja Taurus
Banrisul Armazens Gerais	Coteminas CPFL	Fras-Le
Bardella	Energia CPFL	Gafisa
Battistella	Renovav	Ger Paranap
Baumer	Cr2	Gerdau
Bematech	Cremer	Gerdau Met
Bic Monark	Cristal	Gol
BR Brokers	Csu Cardsyst	Grazziotin
BR Insurance	Cvc Brasil	Grendene
BR Malls Par	Cyre Com-Ccp	Guararapes
BR Propert	Cyrela Realt	Habitasul
Bradespar	Dasa	Helbor
Brasilagro	Dimed	Hypera
Braskem	Direcional	Iguacu Cafe
Brazilian Fr	Dohler	Iguatemi
BRF SA	Dufry AG	Inbrands SA
Casan	Duratex	Ind Cataguas
CC Des Imob	Ecorodovias	Inds Romi
CCR SA	Elekeiroz	Invepar

APÊNDICE D – Empresas que pagaram dividendos e/ou JCP em ao menos um ano durante o período de 2010 a 2016:

Investco S/A	Mont Aranha	Sao Carlos	Unicasa
lochp-Maxion	Mrs Logist	Sao Martinho	Unidas SA
Itausa	MRV	Saraiva Livr	Unipar
Itautec	Multiplan	Schulz	Uol
JBS	Multiplus	Senior Sol	Usiminas
Jereissati	Nadir Figuei	Ser Educa	Vale
JHSF Part	Natura	Sid Nacional	Valid
Joao Fortes	Neoenergia	Sierrabrasil	VBC Energia
Josapar	Nortcquimica	SLC Agricola	Viavarejo
JSL	Oderich	Smiles	Vicunha Text
Karsten	Odontoprev	Somos Educa	Vigor Food
Kepler Weber	Oi	Sondotecnica	Vivo
Klabin S/A	Omega Ger	Souza Cruz	Vix Logistica S/A
Kroton	P.Acucar-Cbd	Springer	Vulcabras
La Fonte Tel	Panatlantica	Springs	Weg
Le Lis Blanc	Par Al Bahia	Sul America	Wembley
LF Tel	Paranapanema	Sultepa	Whirlpool
Light S/A	Partic. Ind do Nordeste	Suzano Hold	Wilson Sons
Linx	PDG Realt	Suzano Papel	Wlm Ind Com
Liq	Petrobras	Taesa	Yara Brasil
Litel	Plascar Part	Tam S/A	
Lix da Cunha	Portobello	Tarpon Inv	
Localiza	Portuense Ferragens	Technos	
Locamerica	Positivo Tec	Tecnisa	
Log-In	Profarma	Tegma	
Lojas Americ	Providencia	Tekno	
Lojas Marisa	Qgep Part	Tele Nort Cl	
Lojas Renner	Qualicorp	Telebras	
Lopes Brasil	RaiaDrogasil	Telef Brasil	
M.Diasbranco	Randon Part	Telemar	
Magaz Luiza	Rasip Agro	Telemar N L	
Magnesita SA	Rede Energia	Tempo Part	
Mangels Indl	Redecard	Tenda	
Marcopolo	Rni	Tereos	
Marfrig	Rossi Resid	Tim Part S/A	
Marisol	Rumo S.A.	Time For Fun	
Melhor SP	Sabesp	Totvs	
Metal Leve	Sanasa	Tran Paulist	
Metalfrio	Sanepar	Trevisa	
Metisa	Santanense	Trisul	
Mills	Santher	Triunfo Part	
Minasmaquinas	Santos Bras	Tupy	
Minerva	Santos Brp	Ultrapar	